HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況半年度報告

2021年9月

本報告分析2021年2月底至2021年8月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2021年9月

目錄

1. 總結及概述

全球經濟正從深度衰退中反彈，但主要由於政策支援及疫苗接種程度不同，各地復甦步伐極其參差，其中主要先進經濟體的復甦普遍領先新興市場經濟體。全球經濟復甦不同步、以至由此引致的貨幣政策背馳，或會為新興市場經濟體帶來貨幣狀況過早收緊的風險。

港元維持在兑換保證範圍的強方，交易繼續暢順有序。存款總額於回顧期內溫和增長，並沒有跡象顯示有大量資金流出本港銀行體系。銀行貸款總額在同期以顯著步伐恢復擴張，而住宅物業市場自年初以來已重拾一些上升動力。

展望未來，經濟復甦的步伐和幅度仍將視乎隨後的疫情發展而存在不確定性。加上主要經濟體未來貨幣政策的步伐和方向存在變數，以及中美關係持續緊張可能影響營商環境，這些風險因素將繼續對香港銀行業構成挑戰。銀行應保持警惕並仔細評估相關風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

外圍環境

於報告期內，全球經濟受惠於持續政策支援、疫苗接種率上升以及釋放的積壓需求強於預期，反彈力度大於早前預期。然而，各地經濟復甦步伐極其參差，其中主要先進經濟體的復甦普遍領先新興市場經濟體，原因來自政策支援程度與疫苗接種率的差異、疫情發展，以及結構性因素，例如對接觸密集型行業（如旅遊業）的倚賴程度等。

隨着經濟重啟，強勁的積壓需求獲得釋放，加上供應鏈普遍面臨瓶頸，引發全球，特別是美國的通脹壓力。通脹升溫引發市場憂慮，一旦美國通脹較預期更為持久，美聯儲可能會提前收緊貨幣政策，進而對正在復甦的新興市場經濟體產生不利的溢出效應。展望未來，全球經濟前景取決於疫苗接種進度、疫情往後發展，以及政策制定者能否制定合適的「後疫情」退市策略，以避免出現「政策懸崖」效應，同時減輕長期政策寬鬆的副作用。

特別是，各國央行的寬鬆貨幣政策造成全球流動性充裕，可能會鼓勵投資者從事尋息活動，或會損害金融穩定。事實上，包括槓桿貸款及其證券化產品（即貸款抵押證券）在內的高風險企業債務資產一直在快速增長。專題1指出，大力投資槓桿貸款的開放式基金在受壓期間面臨高流動性風險及拋售壓力，因此監管機構需要密切監察並制定政策，以降低相關基金的風險。

東亞方面[1]，2021年上半年經濟復甦步伐參差，主要源於區內各經濟體在經濟結構的差異及疫苗接種進度不一。除了疫苗接種進度帶來的不明朗因素外，區內還面臨多重壓力。首先，迄今為止東亞地區的經濟復甦主要受商品出口強勁需求所帶動，但陸續有跡象顯示，主要經濟體對該地區商品的入口需求可能會放緩。其次，如前所述，美國不斷上升的通脹壓力可能令美國長期利率突然反彈，或會引發區內個別經濟體過早出現金融緊縮。

[1] 東亞地區指以下七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

至於中國內地，由於消費強勁反彈，外部需求穩健，經濟持續復甦。然而，經濟復甦的步伐仍然參差不齊，部分需要面對面接觸的商業活動及小型企業仍受到防疫措施的影響。有見及此，當局繼續推出寬鬆措施以支援復甦較慢的行業，並同時控制潛在的系統性風險，例如限制銀行體系對高槓桿房地產開發商等高風險借款人的風險敞口。

2021年上半年內地房地產開發商的違約個案有所增加，部分反映開發商多年來因過度借貸而導致財務狀況漸趨惡化。展望未來，房地產開發商的債務可持續性取決於房地產市場的表現。為監察房地產市場的表現，專題2介紹基於對中國內地報章新聞的文本分析而構建的情緒指數。分析顯示，內地市場情緒及經濟基本面在新型冠狀病毒疫情受控之後均有所改善，帶動內地房價在2021年上半年上漲(詳見專題2)。

本港經濟

整體經濟活動在2021年上半年顯著復甦，但仍未恢復至經濟衰退前的水平。按年比較，實質本地生產總值在第1季及第2季增長超過7%。按季比較，實質本地生產總值於第1季亦顯著增長5.5%，其後於第2季因比較基數較高而有所放緩。經濟反彈受貨物出口表現強勁及本地需求改善所帶動。然而，經濟復甦並不平衡，個別行業仍受社交距離措施及旅遊限制所打擊。

預計2021年下半年經濟將繼續復甦。受惠於勞工市場狀況改善、疫苗接種計劃的推進及政府消費券計劃的刺激，私人消費將進一步增強。經濟前景好轉亦會刺激投資支出。外圍方面，全球經濟狀況改善應會在短期內繼續支撐本港出口增長，惟訪港旅遊業可能需要一段時間才能恢復。政府及私營機構分析師已將2021年實質本地生產總值增長預測分別上調至5.5–6.5%及6.4%。這個正面的經濟前景受上述眾多風險及不明朗因素所影響，特別是疫情(例如Delta變種病毒)、中美關係緊張及美國聯儲局的貨幣政策前景。

勞工市場在過去數月有所改善。經季節性調整的失業率由2月份的7.2%近期高位下跌至8月份的4.7%，而網上招聘廣告數量亦反映職位空缺增加。展望未來，隨著整體經濟活動持續復甦，勞工市場壓力應會進一步紓緩，但鑑於經濟復甦並不平衡，部分行業將繼續面臨挑戰。

本地通脹壓力近期稍微上升，但仍然溫和。按年比較，基本綜合消費物價指數於第1季下跌0.2%，但在第2季微升0.3%，並在8月上升1.2%。[2] 反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率亦有所回升，但保持在溫和水平，部分原因是房屋租金的上升壓力有限。展望未來，隨著經濟復甦，本地通脹在短期內可能會進一步上升，但因早前新簽訂的私人住宅租金下跌，以及本地勞工成本受到抑制，2021年全年合計的總體價格壓力應保持溫和。政府預計2021年的基本通脹率及整體通脹率分別為1%及1.6%，而最新的市場共識預測同年的整體通脹率為1.8%。

貨幣狀況及資金流動

整體而言，港元維持在兌換保證範圍的強方，交易繼續暢順有序。部分由於經滬港通和深港通的南向買入資金減少，以及新股集資所得的資金被匯走，港元兌美元在3月至4月初略為回軟。而在南向資金恢復流入及企業派息需求支持下，港元於第2季再度走強。踏入7月份，本港股市的避險情緒導致港元有所回軟。儘管如此，新股集資活動充足將為港元提供支持。

[2] 受政府一次性紓困措施(例如電費補貼減少)的影響，首兩季的整體通脹率分別為1.2%及0.8%，高於基本通脹率。

香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。由於銀行同業流動資金充裕，本港銀行同業拆息於回顧期內維持低水平。由於融資成本較低，新造按揭的平均貸款利率在7月降至1.48%。主要零售銀行的最優惠貸款利率保持穩定，介乎5.00%至5.50%之間。

存款總額於回顧期內溫和增長，並沒有跡象顯示有大量資金流出本港銀行體系。展望未來，美國聯儲局貨幣政策、中美關係持續緊張、新型冠狀病毒疫情下經濟復甦步伐，加上股票市場活動等不明朗因素或會導致資金流波動加劇。但香港擁有充足的外匯儲備及穩健的銀行體系，有能力抵禦資金流波動帶來的壓力。

離岸人民幣銀行業務穩步增長。香港的離岸人民幣流動資金池繼續擴張，截至7月底，人民幣客戶存款及存款證餘額增至8,547億元人民幣。與此同時，人民幣貸款及人民幣貿易結算持續增長，人民幣即時支付結算系統首7個月的平均每日成交量高達15,312億元人民幣。展望未來，內地資本賬透過各個互聯互通平台持續開放，國際投資者對人民幣資產的需求增加，加上「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作深化，香港離岸人民幣業務預期將會受惠。

資產市場

全球主要股市繼續上揚，摩根士丹利國際資本世界指數在8月30日創3,147點的歷史新高，主要原因包括寬鬆的貨幣政策和財政刺激政策的實施，疫苗接種進度加快，以及主要經濟體的企業盈利樂觀。另一方面，本港股市仍然低迷，主要由於本地恒指成分股內的科技股大幅下跌，加上投資者擔心病毒變種可能影響全球經濟的復甦。與此同時，受部分內地企業巨額上市的帶動，本港一級市場上半年的新股集資額創有史以來的最高記錄。

在穩定發行的支持下，港元及離岸人民幣債券市場在2021年上半年繼續擴張。離岸人民幣債券市場的擴張主要受香港發行人、內地私人發行人以及海外發行人發行量增加所帶動。由於市場憂慮通脹壓力上升，全球債券收益率於2021年初上漲，其後因美國及其他發達經濟體經濟復甦可持續性的不明朗因素上升，全球債券收益率在今年第2季有所整固。3月收益率的上升抑制了投資者對債券的興趣，是月香港債券資金出現淨流出。經過兩個月的整固，香港債券資金於6月出現淨流入但7月又錄得淨流出。整體而言，2021年首7個月本港的債券資金淨流入水平較為溫和。

展望未來，本港股票及債券市場仍容易受到全球各種不明朗因素的影響，這包括疫情的發展，尤其是Delta變種病毒的快速傳播如何影響全球經濟復甦的可持續性，尚有待觀察。與此同時，通脹和利率的前景未明，美國聯儲局縮減購買資產的步伐亦存在不明朗的因素，加上中美關係持續緊張，都可能影響股市及債市的情緒。

受經濟前景好轉、市場氣氛改善及按揭利率持續低企所支持，住宅物業市場自今年年初以來已重拾一些上升動力。其中，二手市場成交量於第2季創九年新高。二手市場樓價亦有所回升，在1月至7月期間上升4.3%，較2019年5月的歷史高位略低。近期的市場數據顯示，樓價在8月份進一步攀升。

住宅物業市場前景受上述眾多不明朗因素及風險所影響。一方面，疫情一旦再度惡化（例如病毒變種引發本地第五波疫情）或會損害住宅物業市場氣氛。另一方面，預料當前的超低利率會為資產價格提供支持。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年私人住宅供應量仍會維持在高位[3]。

[3] 政府預計2021年至2025年私人住宅單位的每年平均落成量將超過18,000個單位，高於過去五年的平均水平。

隨著經濟活動回暖，非住宅物業市場出現復甦跡象。其中，整體成交量及價格均從過去幾年的低位有所回升。專題3利用物業成交大數據研究非住宅物業市場的發展，並探討其對金融穩定的啟示。展望未來，非住宅物業市場的表現將取決於疫情發展，以及本地和外圍的經濟狀況。疫苗接種率上升、社交距離措施進一步放寬、最終恢復通關，以及本地消費和對外貿易持續增長，均會有助工商物業市場進一步復甦。然而，隨著變種病毒出現，以及美國聯儲局貨幣政策走勢及中美關係存在不明朗因素，或會令非住宅物業市場前景蒙上陰影。

銀行業表現

儘管經濟環境在2021年上半年顯著復甦，在低利率環境的背景下，零售銀行的盈利仍因為淨息差進一步收窄而有所減少。在2021年上半年，零售銀行整體稅前經營溢利較2020年同期下跌19.8%。盈利減少主要由於淨利息收入下跌，完全抵銷了非利息收入增長及貸款減值撥備顯著減少所帶來的正面影響。資產回報率在2021年上半年相應地跌至0.69%，而2020年同期為0.94%。

儘管盈利有所下降，香港銀行業仍然保持穩健。銀行業的資產質素在2021年上半年維持穩定，其中特定分類貸款比率按歷史及國際標準衡量均處於低位。

銀行業穩健的資本和流動性狀況繼續為銀行在抵禦下行衝擊時提供強大緩衝。截至2021年第2季末，本地註冊認可機構的綜合總資本比率高達19.8%。就流動性狀況而言，第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率於2021年第2季分別維持在154.0%及58.1%的高位。此外，最新的穩定資金淨額比率亦繼續遠高於法定最低水平。

受本地經濟環境改善帶動，加上本年6月底新股認購貸款的效應，銀行貸款總額在2021年上半年恢復擴張，而且擴張步伐顯著。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額在2020年下半年下跌1.8%後，在本年上半年顯著增長7.2%。撇除新股認購貸款，回顧期內貸款及墊款總額增長則為4.4%。貸款增長的主要受本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）增長所帶動，而香港境外使用的貸款於同期亦略有增加。

氣候變化是其中一項影響金融穩定的新類型風險。例如，實現低碳經濟轉型過程中一旦發生失序的狀況，這或會增加金融體系的不穩定性。專題4基於亞太區銀團貸款的樣本進行分析，發現自通過《巴黎協定》後，區內銀行在定價重度碳排放經濟部門公司的貸款時，已開始考慮到氣候轉型風險的因素。這研究結果顯示銀行業已開始將氣候風險因素納入現有的風險管理架構。

然而，由於氣候風險性質獨特，而且相關的數據依然缺乏，管理氣候風險的工作仍相當艱巨。銀行在考慮及制定自身的風險管理方法時，應需掌握氣候風險管理實踐的最新發展。在此方面，金管局正積極與銀行業合作，協助認可機構將氣候風險管理措施納入其營運範疇。

展望未來，經濟復甦的步伐和幅度仍將視乎隨後的疫情發展而存在不確定性。加上主要經濟體未來貨幣政策的步伐和方向存在變數，以及中美關係持續緊張可能影響營商環境，這些風險因素將繼續對香港銀行業構成挑戰。鑑於家庭及企業債務水平在疫情期間有所上升，銀行應保持警惕並仔細評估相關風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

*《貨幣與金融穩定情況半年度報告》*由香港金融管理局經濟研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

得益於疫苗接種率上升、持續的政策支援以及對「與疫情共存」的逐步適應，全球經濟至今的復甦力度超出早前預期。然而，各地復甦步伐極其參差，其中新興市場經濟體普遍落後於先進經濟體。強勁的積壓需求得以釋放，加上供應鏈普遍面臨瓶頸，加劇全球(尤以美國為甚)的通脹壓力，令市場憂慮全球金融狀況可能會過早收緊。展望未來，全球前景將取決於疫苗接種進度和疫情往後發展等因素，以及決策當局能否制定合適的「後疫情」退市策略，以在減輕經濟創傷的同時儘快重建政策緩衝空間。

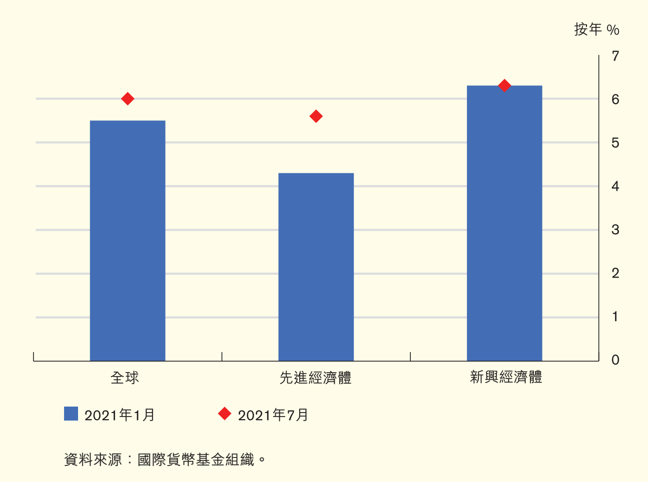
在東亞地區，儘管個別經濟體受商品出口強勁需求帶動，經濟復甦步伐較快，但區內經濟狀況仍然疲軟，尤其是疫苗接種進度較慢且對旅遊業倚賴程度較高的經濟體。全球金融狀況過早收緊或會影響復甦較慢及美元債務顯著增長的經濟體。

2021年上半年，中國內地經濟繼續穩步改善，但復甦步伐參差，部分需要面對面接觸的商業活動及小型企業的表現仍然滯後。因此，政府繼續採取寬鬆措施以支持實體經濟，並同時控制潛在的系統性風險，例如限制銀行對高槓桿房地產開發商等財務狀況較差的借款人的風險敞口。

2.1 外圍環境

受惠於疫苗接種率上升、持續的政策支援以及對「與疫情共存」的逐漸適應(例如電子商務及遙距工作更為普及，讓家庭及企業能夠更好地應對限制措施帶來的影響)，全球經濟在新型冠狀病毒疫情的嚴峻背景下，展現可觀的復甦勢頭。鑑於主要先進經濟體在2021年上半年增長穩健，國際貨幣基金組織在7月份維持對全球本地生產總值增長的全年預測在6.0%，與4月持平，並較此前1月份5.5%的預測有所上調(圖2.1)。

圖2.1
國際貨幣基金組織2021年實質本地生產總值增長預測

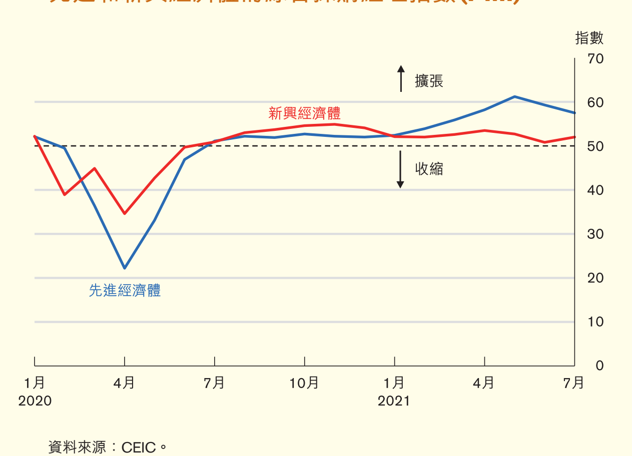


資料來源：國際貨幣基金組織。

然而，各經濟體的復甦步伐極其參差，其中原因包括政策支援程度、疫苗覆蓋率及疫情發展各異，另外亦有結構性因素的差別，例如各經濟體對受疫情重創行業(包括旅遊及款待業)的倚賴程度。在先進經濟體

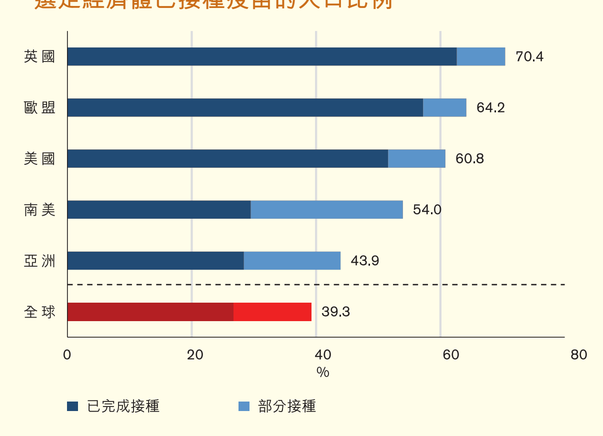
中，美國的復甦速度快於歐洲，部分原因是其經濟較快重啟、並受惠於大規模刺激方案。相比之下，新興市場經濟體的復甦普遍落後（圖2.2），這是由於其疫苗接種速度相對緩慢令經濟重啟受阻（圖2.3），以及政策空間較為有限。

圖2.2
先進和新興經濟體的綜合採購經理指數(PMI)



資料來源：CEIC。

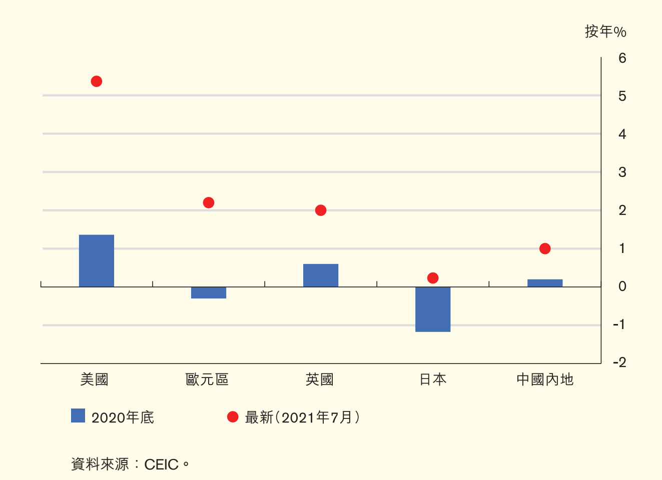
圖2.3
選定經濟體已接種疫苗的人口比例



註：截至2021年8月29日數據。
資料來源：Our World in Data。

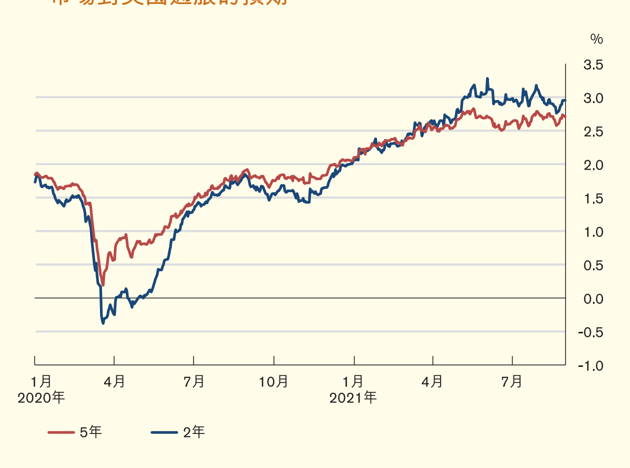
隨著全球經濟重啟，強勁的積壓需求得以釋放，加上疫情造成廣泛的供應鏈瓶頸（例如全球半導體供應及物流能力短缺），導致供需高度失衡，引發全球通脹壓力（圖2.4）。這在美國尤為嚴重，這是由於大規模的財政轉移增加了可支配個人收入，並導致勞動力短缺。在此背景下，市場對美國通脹的預期顯著上升，其中又以較短期的通脹預期更甚（圖2.5）。

圖2.4
選定主要經濟體的整體消費物價指數通脹率(CPI)



資料來源：CEIC。

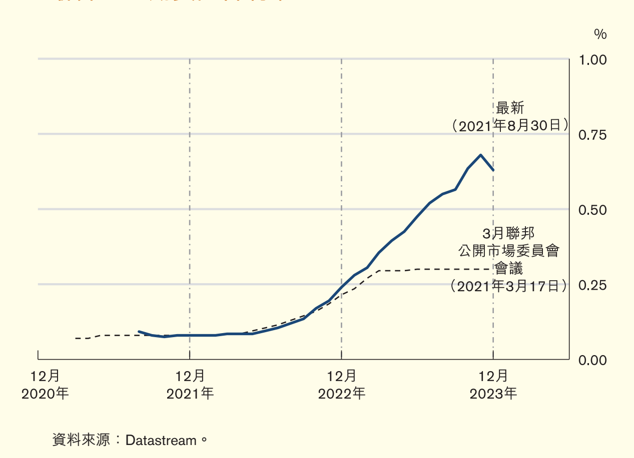
圖2.5
市場對美國通脹的預期



註：該圖所示為2年期及5年期通脹掉期利率，分別反映市場對未來2年及5年美國每年平均通脹率的預期。
資料來源：Datastream。

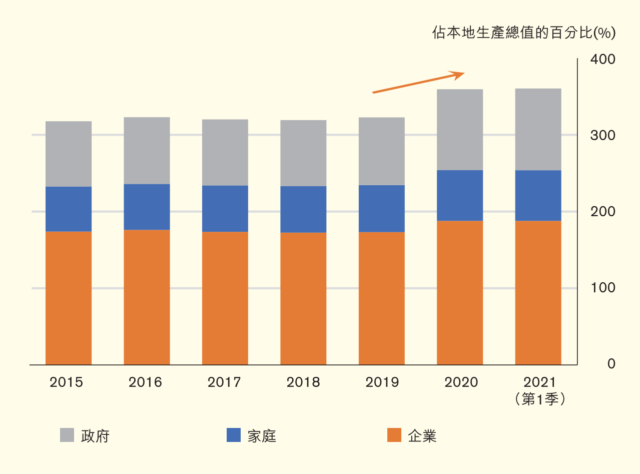
雖然美國聯儲局一再表示通脹壓力應該只是暫時性，但美國通脹近幾個月多次高過預期，令市場推前美聯儲首次加息時間的預期，並預計未來聯邦基金利率的上調步伐將會有所加快（圖2.6）。加上美國聯邦公開市場委員會6月份的會議紀錄顯示，美聯儲官員已開始討論縮減量化寬鬆計劃規模，引發市場憂慮貨幣政策即將收緊。

圖 2.6
聯邦基金期貨隱含利率



資料來源：Datastream。

圖 2.7
全球債務佔本地生產總值的比例



資料來源：國際金融協會。

展望未來，如果美國通脹較預期持久(例如由於對經濟重啟反應較大的消費類別面對持續的價格壓力，或者由於樓價上漲傳導至通脹的租金部分的幅度大於預期)，或會衝擊市場對「更長期低息」的預期，引發金融市場失序地重新定價，增加全球金融狀況過早收緊的風險。在此情況下，由於許多新興市場經濟體的復甦步伐相對疲弱，加上其政策空間有限，將會較易面臨增長再次放緩及資本外流。

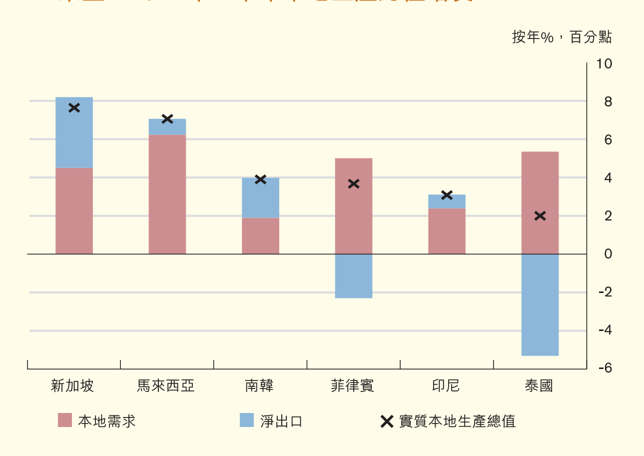
此外，疫情往後發展尚未明朗，對短期全球前景構成另一項變數。如果主要經濟體由於傳染性更強的新型冠狀病毒株(例如Delta變種病毒)蔓延而需要重新實施疫情防控措施，或者疫苗接種率不足以建立群體免疫，或會打擊初現曙光的全球經濟復甦。

展望未來，經濟能否全面復甦，將視乎決策當局能否制定合適的「後疫情」退市策略。合適的退市策略一方面要促進疫後經濟創傷(例如勞動人口參與率下跌)的癒合，並避免過早撤回支援措施而造成政策「懸崖效應」；另一方面，亦要確保政策緩衝空間能儘快得以重建。然而，重建政策緩衝空間並非易事，因為全球債務水平急升，或會使貨幣政策正常化變得更為複雜(圖2.7)。

儘管如此，延長現時極度寬鬆的政策可能會鼓勵市場過度追求風險，從而有損金融穩定。舉例而言，在全球流動性充裕的情況下，投資者從事尋息活動，導致包括槓桿貸款及其證券化產品(即貸款抵押證券，CLO)在內的高風險企業債務資產快速增長。投資基金持有相關資產的規模僅次於銀行，令市場憂慮開放式基金的流動性以及銀行面臨溢出效應的風險或會影響金融穩定。專題1指出，大力投資槓桿貸款的開放式基金在受壓期間面臨高流動性風險及拋售壓力，因此監管機構需要密切監察並制定政策，以降低相關基金的風險。

東亞方面，2021年上半年經濟復甦步伐參差，主要源於區內各經濟體在經濟結構的差異及疫苗接種進度不一。例如，南韓作為全球主要電子產品製造地及出口地，受惠於全球對科技產品強勁需求，經濟顯著反彈。相比之下，泰國等倚賴旅遊業的經濟體在全球旅遊業停滯的環境下繼續處於困境(圖2.8)。

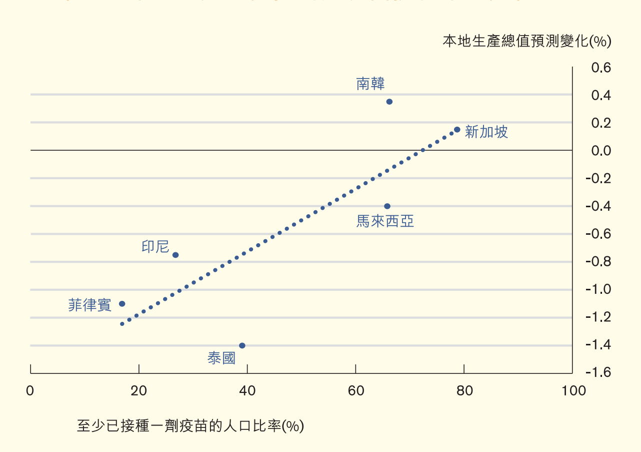
圖 2.8
東亞：2021 年上半年本地生產總值增長



註：數據誤差並未在圖中顯示。所以本地需求加上淨出口的貢獻並不一定等於經濟增長。
資料來源：CEIC 及金管局職員計算數字。

部分東南亞經濟體的復甦亦受到疫苗接種速度緩慢所拖累(圖 2.9)。自 2021 年第 2 季以來，接種率較高的亞洲經濟體(例如南韓及新加坡)較能避免新一波疫情爆發的影響，但接種人口較少的經濟體(例如印尼及菲律賓)出現感染病例激增及死亡率高企的情況。

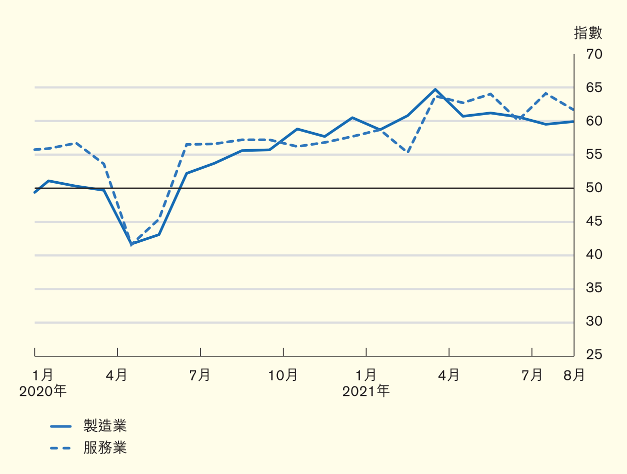
圖 2.9
東亞：本地生產總值預測及疫苗接種率的變化



註：2021 年 3 月至 8 月對 2021 年及 2022 年平均本地生產總值預測的變化。除菲律賓(15/8)以外，其餘地區疫苗接種率數據截至 9 月中。
資料來源：共識預測、Our World in Data 及金管局職員計算數字。

除了疫苗接種進度帶來不明朗因素外，亞洲區經濟復甦亦面臨多重壓力。首先，迄今為止區內的經濟復甦是受科技產品及醫療用品等商品出口強勁需求所帶動，但陸續有跡象顯示未來相關需求或會放緩，尤其是近期美國的服務業採購經理指數表現比製造業採購經理指數為高(圖 2.10)，意味著隨著經濟重啟，主要經濟體的增長動力將逐漸轉向貿易密集度較低的服務業，因而可能會減低對亞洲區商品的需求。

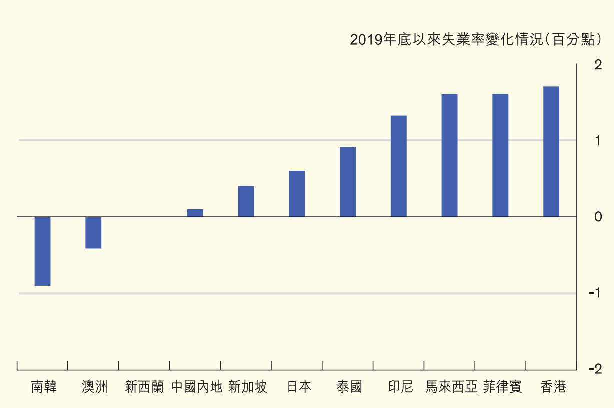
圖 2.10
美國採購經理指數



資料來源：美國供應管理協會。

其次，美國不斷上升的通脹壓力可能令美國長期利率突然反彈，有機會引發區內個別經濟體過早推行金融緊縮政策。美國加息或會導致資金外流，從而引發資產市場調整、貨幣貶值及借貸成本上升。儘管區內某些經濟體因其實質本地生產總值及失業率已經或幾乎回復至疫情前的水平(例如南韓)而較有條件面對金融狀況收緊(圖 2.11)，但區內不少經濟體仍處於困境，任何過早的緊縮都可能破壞其剛剛起步的經濟復甦。美國加息亦將對美元債務大幅增加及樓價攀升的經濟體構成威脅。

圖 2.11
亞太地區：與 2019 年底相比的最新失業率



註：印尼為 2 月份數據。馬來西亞、新西蘭、新加坡及泰國為第 2 季數據。澳洲、香港、日本及菲律賓為 7 月份數據。中國內地及南韓為 8 月份數據。
資料來源：CEIC 及金管局職員估計數字。

專題1
評估槓桿貸款投資對開放式基金脆弱性的影響

引言[4]

槓桿貸款與其證券化產品（即貸款抵押證券，CLO）近年來迅速增長。[5] 由於這些資產的流動性較差且具有重大違約風險，它們的快速增長或會對金融穩定產生重大影響。

其中，根據金融穩定理事會的資料，投資基金是槓桿貸款及貸款抵押證券的第二大持有者，僅次於銀行。[6] 槓桿貸款的信貸質素及流動性均較差，或會令持有這些資產的開放式基金面臨較高的流動性風險。流動性風險是源於這些基金在承諾及時滿足投資者的贖回要求（例如按日贖回）的同時，它們或需要較長時間才能出售缺乏流動性的槓桿貸款或貸款抵押證券來籌措資金以滿足贖回要求。

更重要的是，在市場受壓期間，這些開放式基金所承受的高流動性風險或會令它們被迫拋售所持有的槓桿貸款或貸款抵押證券，繼而導致這些資產的價格出現螺旋式下跌以及資金從相關基金急劇流出。這可能會引發金融穩定性問題，其中這些基金或會與銀行持有相同的槓桿貸款或貸款抵押證券（銀行是這些資產的最大持有者），導致相關風險溢出至後者。

在此背景下，本專題評估開放式基金對槓桿貸款及貸款抵押證券的投資以及其所帶來的流動性風險，並且辨識可能會加大這些流動性風險的因素。我們亦會根據評估結果作出一些政策建議，以減低這些風險對金融穩定的影響。

[4] Wu, Wong and Fong (2021), "An Assessment on the Vulnerabilities of Open-Ended Funds to Leveraged Loans", *金管局研究備忘錄*，2021/07。

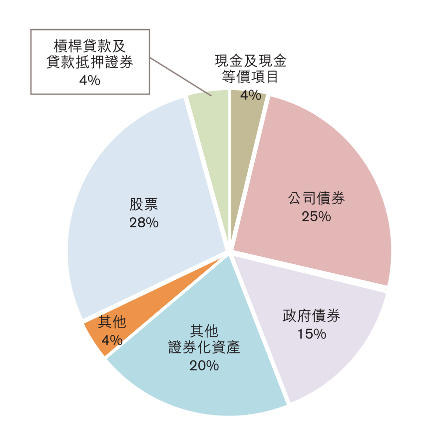
[5] 槓桿貸款泛指向高槓桿或信貸質素較差的公司借款人借出的銀行貸款。鑑於槓桿貸款的違約風險較高，銀行可能會將部分槓桿貸款出售予其他銀行及金融機構以減少其風險承擔。已出售的槓桿貸款亦可能會進一步被證券化，以貸款抵押證券的形式再出售予其他投資者。

[6] 金融穩定理事會(2019), "Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations"。

開放式基金對槓桿貸款及貸款抵押證券的投資有多少？[7]

我們詳細分析了全球6,148隻投資於槓桿貸款或貸款抵押證券的開放式基金，發現截至2019年底這些基金投資於槓桿貸款及貸款抵押證券的總額只限於其總資產4%的水平（圖B1.1）。

圖B1.1
開放式基金對槓桿貸款及貸款抵押證券的投資



註：
(1) 此圓形圖顯示投資於槓桿貸款或貸款抵押證券的開放式基金當中總計的投資組合。
(2) 數字為截至2019年底的倉位。
資料來源：晨星公司[8]及金管局職員估計數字。

然而，我們發現槓桿貸款的投資高度集中於少數的開放式基金。只有2%，或6,148隻開放式基金其中的107隻，將超過一半的資產投資於槓桿貸款（簡稱「槓桿貸款基金」）。雖然槓桿貸款基金的數目少，但它們已持有超過一半開放式基金的槓桿貸款投資。

更重要的是，這些槓桿貸款基金極易遭遇大量資金流出，而這可能會影響槓桿貸款市場的穩健性。事實上，在2020年3月的事件中，[9] 這些槓桿貸款基金合

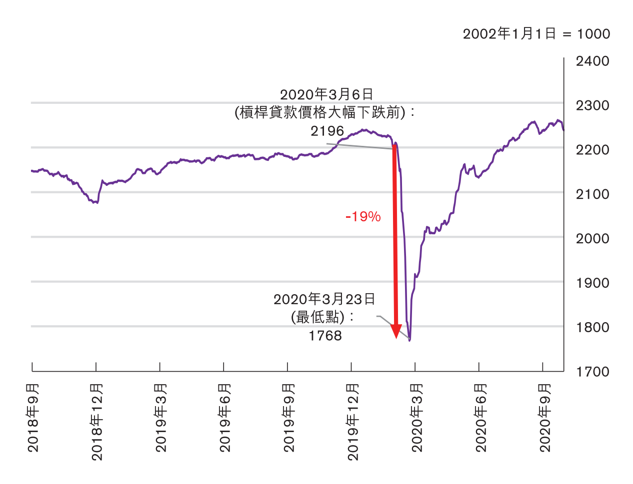
[7] 除另有說明外，本部分所報告的數字均指截至2019年底的倉位。

[8] 晨星的數據提供者並不保證其提供的所有資料的準確性、完整性或時間性，亦不會就這些資料如何使用負責。

[9] 2020年3月事件是指環球金融市場因2019冠狀病毒病大流行而面對嚴重的流動性問題。事件的詳細回顧可參考金融穩定理事會(2020) "Holistic Review of the March Market Turmoil"。

共出售了140億美元的槓桿貸款，佔同時期槓桿貸款二級市場交易量的11%，並成為該期間槓桿貸款價格大幅下跌19%的原因之一（圖B1.2）。槓桿貸款價格大幅下跌亦可能對其他金融機構構成挑戰。例如，銀行或會因投資槓桿貸款而招致龐大的持倉虧損。

圖B1.2
槓桿貸款價格在2020年3月的事件期間下跌



註：槓桿貸款的價格以標準普爾全球槓桿貸款指數表示。
資料來源：彭博社。

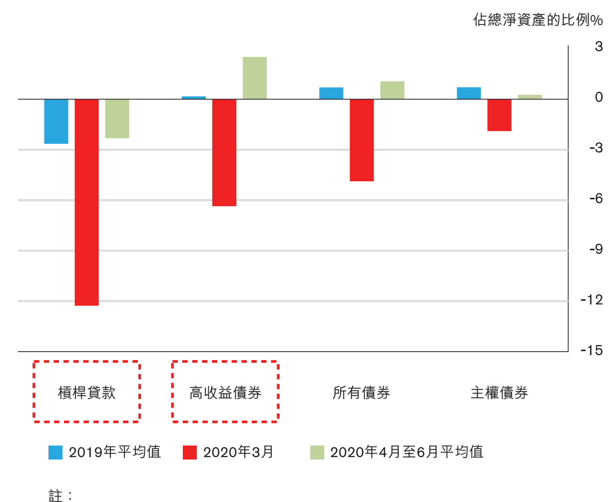
相比之下，開放式基金的貸款抵押證券投資對金融穩定構成的風險較細。原因有兩點。首先，雖然我們發現個別開放式基金大量投資於貸款抵押證券（即超過其資產的50%），但它們對貸款抵押證券的總投資僅為5億美元，[10] 這表示即使相關基金拋售其持有的貸款抵押證券，亦不大可能會產生重大的系統性影響。其次，開放式基金持有的貸款抵押證券中約有80%為A級或以上，表明由相關槓桿貸款違約而招致虧損的可能性極低。[11]

綜合以上發現，雖然開放式基金對槓桿貸款及貸款抵押證券的投資總額仍然有限，但少數槓桿貸款基金拋售其持有的槓桿貸款可能會影響槓桿貸款市場的穩健性和對金融穩定帶來隱憂。為此，本專題其餘部分將重點分析槓桿貸款基金以更好地了解其風險。

槓桿貸款基金的流動性風險有多大？

我們發現槓桿貸款基金存在相當大的流動性風險。在2020年3月的事件期間，槓桿貸款基金在槓桿貸款的價格急劇下跌的時間出現較大幅度的資金流出，佔總淨資產的12.6%（圖B1.3）。槓桿貸款的資金流出幅度亦較持有其他風險資產的開放式基金，例如高收益債券基金（6.5%）為高。

圖B1.3
2020年3月的事件期間開放式基金的資金流出



註：
(1) 開放式基金的資金流是以總資產淨值（扣除回報）的每月變化百分比來衡量。
(2) 圖中所呈列的開放式基金組別是根據資料來源所劃分。
(3) 正（負）數字表示資金淨流入（出）。
資料來源：EPFR。

我們的實證分析進一步表明，即使在控制了基金表現後，槓桿貸款基金的流動性風險仍高於高收益債券基金。在市場受壓期間（我們定義為芝加哥期權交易所市場波動指數高於樣本第90百分位的時期），基金回報下跌1個百分點將導致槓桿貸款基金的資金流出1.5個百分點，遠高於高收益債券基金所估算的0.7個百分點。

[10] 相比之下，截至2019年底美國及歐洲貸款抵押證券的未償還總額為7,620億美元。

[11] 貸款抵押證券的等級是指持有人獲取相關槓桿貸款產生的收益及承擔相應虧損的次序。等級為A或以上的系列最為安全，因為這等級的持有人將最優先獲得槓桿貸款的收益，同時會是最後一個承擔虧損。應當注意的是，貸款抵押證券的等級並不等同於相關槓桿貸款的信貸評級。

在市場受壓期間，槓桿貸款基金遭遇大量資金流出，可能反映槓桿貸款流動性較差而引致較高的交易成本，令投資者憂慮其投資於槓桿貸款基金的價值會被攤薄。有鑑於此，槓桿貸款基金的投資者可能會搶先贖回以免招致重大虧損。因此，大量資金流出加上槓桿貸款的流動性不足會導致槓桿貸款基金面臨極大的流動性風險。

哪些因素會加大槓桿貸款基金的流動性風險？

我們發現有兩個因素會加大槓桿貸款基金的流動性風險。首先，槓桿貸款基金持有的槓桿貸款具有很強的順周期性，意味著當槓桿貸款基金面對資金流出而槓桿貸款價格同時下跌情況下，槓桿貸款基金會加快出售所持有的槓桿貸款。[12] 相關拋售可能會對已經下跌的槓桿貸款價格進一步構成壓力，導致槓桿貸款價格出現螺旋式下跌。

其次，我們亦發現槓桿貸款基金因持有大量相同的槓桿貸款而有高度相互關聯性。正因為這些共同持倉，槓桿貸款基金在市場受壓期間的基金回報相互關係更為密切，從而導致大量資金同時流出。[13] 這意味著對槓桿貸款的衝擊可能會迅速透過槓桿貸款基金擴散，使更多的槓桿貸款基金面臨流動性風險。

我們亦評估了槓桿貸款基金的槓桿是否為加大其流動性風險的重要因素，但發現大多數槓桿貸款基金幾乎都沒有使用槓桿，因此槓桿貸款基金的槓桿不大可能成為加大其流動性風險的重要因素。

[12] 我們的實證估計表明，在槓桿貸款基金面臨資金流出期間，槓桿貸款回報率下跌1個百分點，將導致其槓桿貸款持有量顯著減少5個百分點。

[13] 實證研究顯示，就特定的槓桿貸款基金，若與其高度相關的其他槓桿貸款基金（就基金回報而言）的資金淨流出總計1個百分點，該槓桿貸款基金就有0.8個百分點的資金流出。

結論及意義

2020年3月的事件表明，少數槓桿貸款基金拋售槓桿貸款可能會導致槓桿貸款價格螺旋式下跌及資金從基金急劇流出，引發一連串對金融穩定的憂慮，包括槓桿貸款基金的流動性風險以及對其他金融機構，特別是持有相同槓桿貸款的銀行的溢出風險。

我們的實證分析表明，槓桿基金拋售資產的主因可能是源於槓桿貸款基金承擔比高收益債券基金更高的流動性風險。我們進一步發現，槓桿貸款基金持有的槓桿貸款具有很強的順周期性，而且它們持有大量相同的槓桿貸款，這些因素都可能會加大槓桿貸款基金的流動性風險。

展望未來，在全球流動性充裕的情況下，槓桿貸款的發行量不斷增加以及投資者繼續從事尋息活動將可能令開放式基金進一步增加對槓桿貸款的投資。監管機構需要密切監察有關最新情況，並制定政策去處理本研究所發現的風險。就此而言，我們有兩項建議：

1. 辨識銀行及非銀行類金融機構的共同持倉在評估潛在溢出風險方面起著關鍵作用，因此監管機構有必要收窄數據缺口，以監察兩者共同的槓桿貸款持倉。

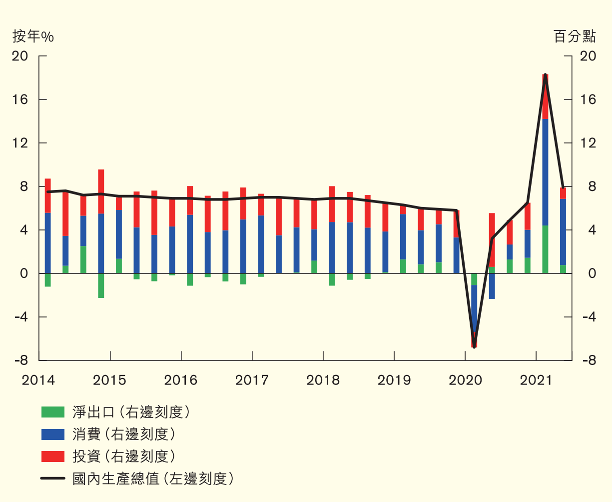
2. 鑑於槓桿貸款基金面對的巨大流動性風險以及對金融體系的潛在溢出效應，監管機構須透過政策加強槓桿貸款基金的流動性管理，例如降低交易頻率和要求更高的流動資產緩衝，或有助降低槓桿貸款基金所受的風險。同一時間，對槓桿貸款基金的槓桿施加額外限制的成效或許較低。

2.2 中國內地

實體經濟

經濟持續復甦，加上基數效應等原因，2021年第1季實質國內生產總值按年增速大幅回升。其後隨著基數效應消退，經濟增速在第2季有所放緩。整體而言，在消費強勁反彈及外部需求穩健的支撐下，2021年上半年經濟按年增長12.7%（圖2.12）。

圖2.12
中國內地：各需求組成部份對國內生產總值增長的貢獻



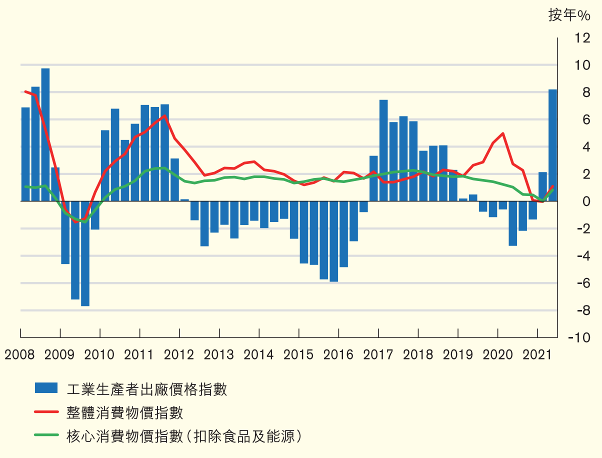
資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，經濟前景將取決於疫苗的接種步伐以及疫苗對變種病毒的有效性。國內經濟復甦的步伐仍然參差，部分需要面對面接觸的商業活動及小型企業仍受到防疫措施的影響。尤其是在南方的幾個省份錄得感染Delta變種病毒的零星個案，導致當地經濟活動受到影響。外圍方面，全球需求可能受到疫情反覆而帶來的不明朗因素所影響。

鑑於經濟前景存在不確定性，中國人民銀行於7月9日宣布將存款準備金率下調50個基點，以降低實體經濟在上游價格上升的情況下的融資成本，尤其是小型企業。與此同時，政府亦努力深化結構性改革及控制系統性風險，例如限制金融系統對高槓桿房地產開發商等財務狀況較差的借款人的風險敞口。最新的共識預測顯示，中國內地經濟在2021年將增長8.4%。

於回顧期內，由於經濟持續復甦及新一波疫情爆發導致供應鏈中斷等因素，通脹壓力有所加劇。其中，工業生產者出廠價格通脹由2021年3月的按年4.4%上升至6月的8.8%。另一方面，整體消費物價通脹及核心通脹亦同步上升，但在第2季末仍保持在按年1%左右的低位（圖2.13）。展望未來，如果經濟持續復甦及疫情對供應鏈的負面影響依然存在，上游價格通脹壓力或會持續一段時間。然而，隨著各類服務在家庭消費組合當中變得愈來愈重要，而服務價格的通脹仍處於低位，較高的工業生產者出廠價格通脹對消費物價通脹尤其是核心通脹的傳導作用或變得有限。

圖2.13
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹

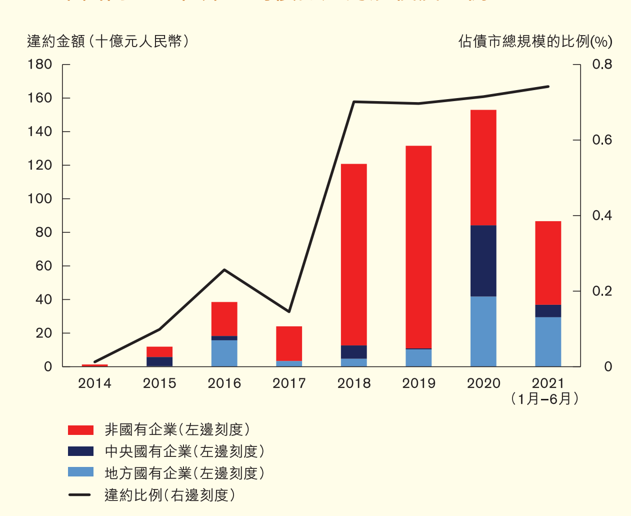


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

資產及信貸市場

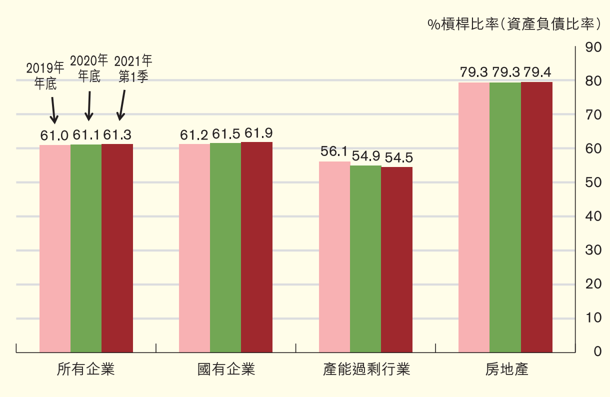
在岸公司債券違約率由2020年的0.71%小幅上升至2021年上半年的0.74%，主要反映債券發行人的還款能力有所惡化（圖2.14）。違約債券的細分數據顯示，在2021年上半年的違約總額中有近三分之一來自房地產開發商。這些房地產開發商因在過去長達十年的房地產市場繁榮中快速擴張及過度借貸，其後還款能力減弱而導致違約（見圖2.15）。

圖 2.14
中國內地：在岸公司債券違約規模及比例



註： 同一債券多次違約僅計算一次。圖示為2021年1月至6月的年率化違約比例，假設年內違約率保持不變。
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

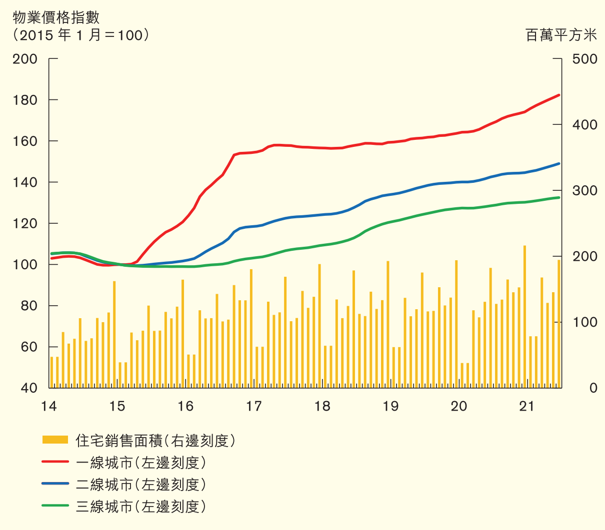
圖 2.15
中國內地：國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿比率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

展望未來，房地產開發商的債務可持續性很大程度上取決於房地產市場的表現[14]。樓市行情在2021年上半年依然向好，一線及二線城市的房價分別進一步上漲4.7%及2.4%（圖2.16）。至於前幾年一直困擾著三線城市的住房供應過剩的問題，在上半年繼續受控，部分原因是三線城市在市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售[15]。專題2介紹一個基於對內地報章新聞的文本分析而構建的房地產市場情緒指數。分析表明，內地市場情緒及經濟基本面在新型冠狀病毒疫情受到控制後均有所改善，帶動內地房價在2021年上半年上漲（詳見專題2）。

圖 2.16
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

為促進房地產市場穩定健康發展，當局在2021年4月的政治局會議上重申「房住不炒」。會議亦要求增加保障性租賃住房和共有產權住房的供應，防止以學區房等名義炒作房價。鑑於房地產市場對金融穩定的重要性，於回顧期內，當局繼續收緊政策，包括為房地產開發商劃定「三條紅線」[16]，以及限制銀行對房地產相關貸款的風險敞口。

於回顧期內，內地銀行業的整體風險仍然溫和。審慎的貸款政策使銀行體系整體不良貸款率由2020年第3季的10年高位2%跌至2021年第2季的1.8%。關注類貸款佔銀行貸款總額的比重亦於同期內由2.7%相應微跌至2.4%（圖2.17）[17]。

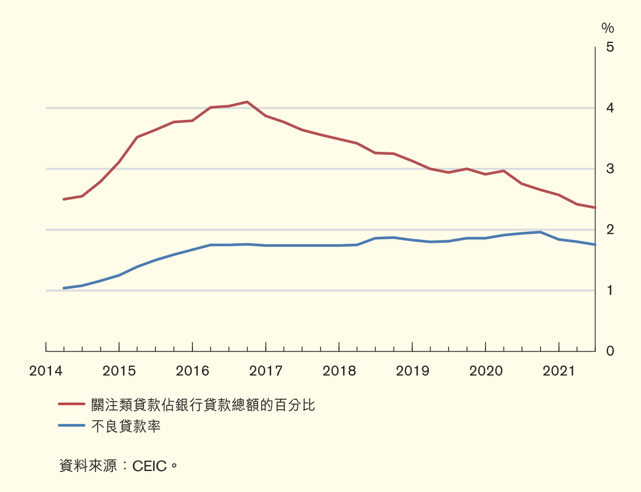
[14] 原因之一是作為開發商最重要的資金來源的物業「預售」收入，較易受到買家情緒所影響。事實上，在過去十年房地產市場繁榮之下，內地房地產發展商的預售收入佔總資金來源的比重由2010年的26%上升至2020年的35%，而銀行及非銀行貸款的比重則有所下降，同期由17%下降到14%。

[15] 截至2021年6月，三線城市的庫存銷售比率維持在14個月左右的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位。

[16] 「三條紅線」是指對房地產開發商的融資與負債水平的限制，包括(1)剔除預收款後的資產負債率不得大於70%；(2)淨負債率不得大於100%；及(3)現金短債比不少於100%。

[17] 此外，撥備覆蓋率在2021年第2季微升至190%，遠高於監管要求，有助銀行抵禦未來的損失。

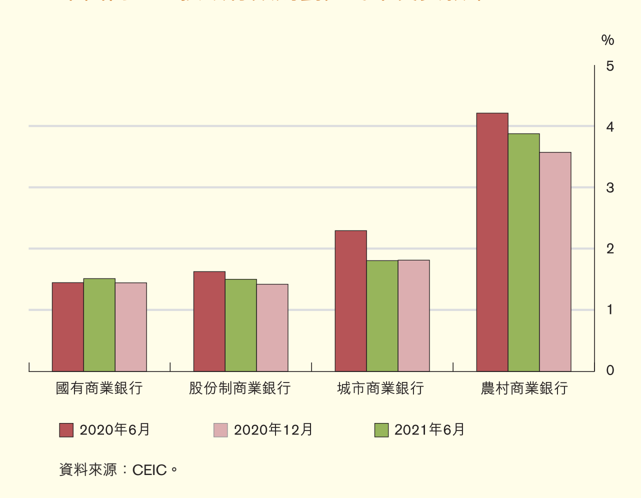
圖 2.17
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



資料來源：CEIC。

在各類銀行中，國有商業銀行等具系統重要性銀行的不良貸款率由2020年下半年高於1.5%微跌至2021年第2季的1.45%。而農村商業銀行等小型銀行的不良貸款率則仍處於3.6%的較高水平（圖2.18），部分反映中小企借款人的還款能力在近期嚴峻的經濟環境下有所惡化。儘管大量的不良貸款處置一定程度上有助紓緩小型銀行所面臨的資產質素壓力[18]，但亦令到資本充足率受壓。為補充資本，規模較小的銀行在2021年上半年加速發行永續債及二級資本債。

圖 2.18
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率

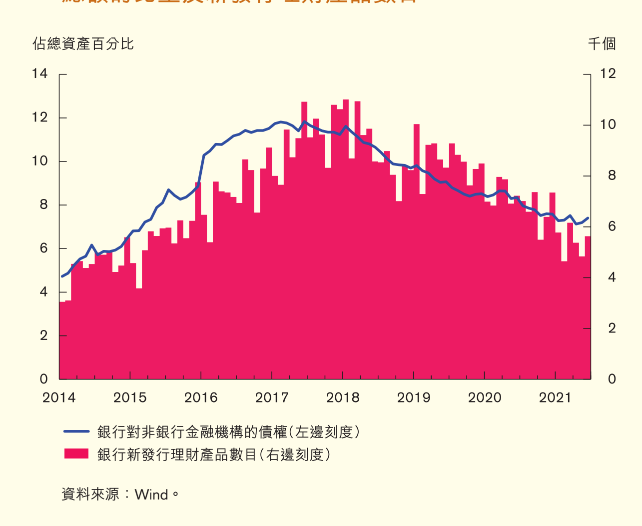


資料來源：CEIC。

18 根據中國銀行保險監督管理委員會的數據，2021年第1季，內地商業銀行的不良貸款處置總額達4,827億元人民幣，高於2020年同期水平。

於回顧期內，由於政府努力控制金融風險，非正式貸款繼續受壓。銀行對非銀行金融機構的債權在銀行資產總額中的比重由去年的8.3%進一步下跌至2021年上半年的7.4%。銀行亦減少了理財產品的發行（圖2.19）。

圖 2.19
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行資產總額的比重及新發行理財產品數目



資料來源：Wind。

匯率及跨境資本流動

在岸人民幣(CNY)在2021年上半年的走勢呈現雙向波動（圖2.20）。受大量資金流入影響，人民幣在2021年首五個月錄得升值。相應地，人民銀行於2021年5月31日宣布將外匯存款準備金率由5%上調至7%。自6月以來，由於美國聯儲局的貨幣政策方向存在不確定性，美元強勢而導致人民幣貶值。於回顧期內，離岸人民幣(CNH)緊隨在岸人民幣的走勢。

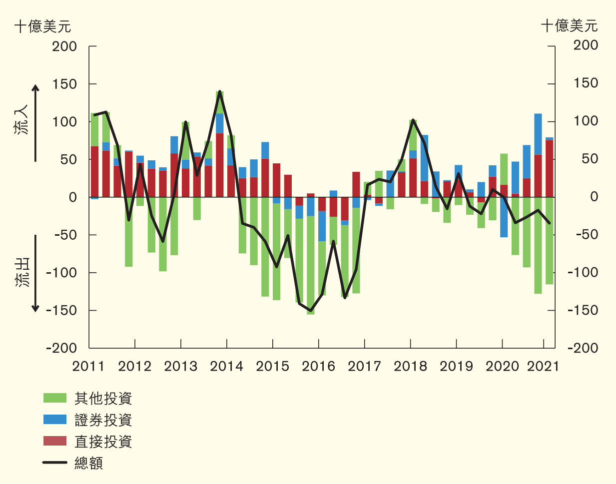
圖 2.20
中國內地：在岸及離岸人民幣兑美元匯率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

於回顧期內，資本外流壓力大致受控，外匯儲備整體維持在3萬億美元以上。最新的國際收支平衡統計數字顯示有少量的跨境資金淨流出。其中，在疫情有效受控及經濟快速復甦的支撐下，直接投資於回顧期內錄得強勁的淨流入。2021年第1季，隨著中美國債收益率差距收窄，證券投資淨流入減少。相比之下，其他投資繼續錄得強勁的淨流出，主要原因是居民外幣存款以及對非居民貸款增加（圖2.21）。

圖 2.21
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

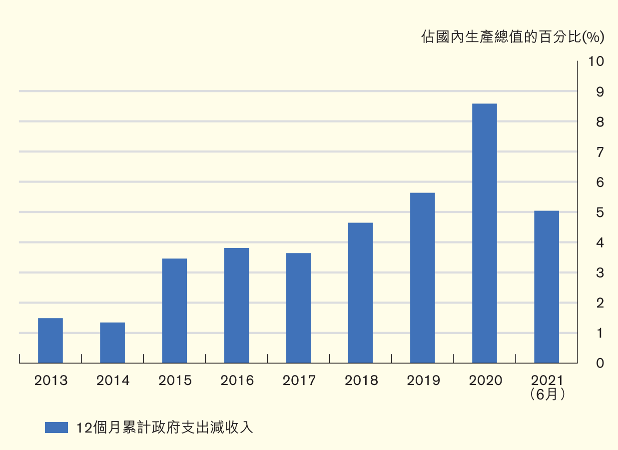
展望未來，跨境資金流動可能持續波動。一方面，疫情發展以及中美局勢在短期內仍然存在不明朗因素，或會影響市場情緒。另一方面，持續的經濟復甦和內地金融市場的進一步開放可以繼續吸引更多外國投資。

貨幣及財政政策

在貨幣政策方面，人民銀行宣布自7月15日起下調存款準備金率50個基點，釋放長期資金約1萬億元人民幣，旨在於商品價格上漲的環境下支持實體經濟特別是小型企業的發展。人民銀行重申審慎的政策立場不變，並將繼續注重政策的有效性和支持小微企業。

在財政方面，雖然支持性的政策立場不變，但政府將更注重政策的質量、有效性和可持續性。隨著新型冠狀病毒疫情受到有效控制，經濟逐漸復甦，政府税收增加令財政狀況得以改善。其中，税收收入在2020年減少2.3%後，於2021年上半年按年增長22.5%。因此，政府一般公共預算和政府性基金的支出與收入的12個月累計缺口由2020年底佔國內生產總值的8.6%大幅收窄至2021年6月的5.0%（圖2.22）。

圖 2.22
中國內地：政府支出與收入的缺口



資料來源：Wind、財政部及金管局職員估計數字。

在經濟刺激需求減少的情況下，新發行的地方政府一般債券及專項債券亦由2020年同期約2.8萬億元人民幣減少至2021年上半年約1.5萬億元人民幣。相應地，地方政府債務餘額的增長速度放緩，按年增長14%至2021年6月底27.6萬億元人民幣，而2020年的全年增長率為20%。由於地方政府債務餘額對國內生產總值的比率仍處於27%左右的較低水平，地方政府債務的整體風險仍大致可控。然而，個別經濟基本面較弱的地方政府，或會面臨再融資壓力。

專題2
基於報章新聞的中國內地房地產市場情緒指數

引言

中國內地房價在過去十年顯著增長。雖然強勁的經濟基本面及持續的城市化在一定程度上支撐了住宅市場，但國際經驗表明，市場情緒，或約翰·梅納德·凱恩斯所說的「動物本能」，亦可能是推動房價上漲的一個關鍵因素。[19] 然而，由於情緒本身無法直接被觀察，因此對於內地市場情緒與房價兩者之間的關係知之甚少。在本研究中，透過對報章新聞的文本分析，我們構建了中國內地房地產市場情緒指數，並通過向量自回歸模型（VAR模型）來評估市場情緒對內地房價的影響。

構建情緒指數

本文中的房地產市場情緒指數是基於對詞彙的分析構建而成，與Wong等人(2021)採用的方法類似[20]。我們首先界定一些與正面情緒或負面情緒相關的詞彙（表B2.1），並統計這些詞彙在慧科中文媒體數據庫(Wisers Information Portal)內所有中國內地報章上出現的次數。

表B2.1
文本分析中所使用的關鍵詞

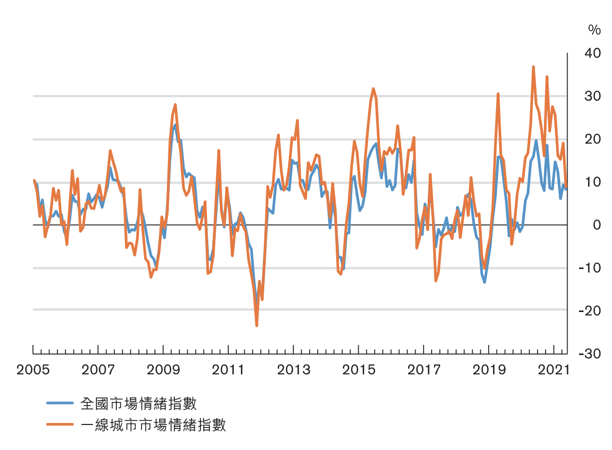
類別	關鍵詞
樓市新聞相關	樓市　房地產　新房　一手房　二手房　售樓處
正面	轉暖　緊俏　升溫　回暖　上揚　偏熱　水漲船高　推熱　備受青睞　火熱　回溫上行　復蘇　回升　陽春　恢復　火爆　利好　追捧　表現不俗　熱火朝天　旺盛　預定一空　活躍　熱銷　樂觀　強勁　爭購　排起長隊　追捧　熱烈
負面	頹勢　鬆動　下調　連跌　史上最嚴　下滑　跳水　大跌　低迷　萎縮　見頂　滯銷　停工　下行　不景氣　驟減　寒冬　乏力　低谷　停滯　冷清　慘淡　欠佳　黯淡　擔憂　乏人問津

月份t的情緒指數可構建如下

$$S_t = \frac{正面詞彙數量_t - 負面詞彙數量_t}{樓市新聞詞彙數量_t},$$

S_t為正（負）表示整體正面（負面）情緒。我們使用這種方法構建了兩個指數，分別適用於全國以及房價漲幅最大的一線城市[21]（圖B2.1）。雖然這兩個指數的漲跌趨勢非常相近，但根據格蘭傑因果關係檢驗(Granger causality test)[22]，一線城市房地產市場情緒指數領先於全國情緒指數。

圖B2.1
房地產市場情緒指數



資料來源：Wisers及金管局職員估計數字。

全國以及一線城市的情緒指數表現出相似的周期性，並與房價的變動密切相關（圖B2.2）。格蘭傑因果關係檢驗表明，兩個房地產市場情緒指數都領先房價變化，特別是在一線城市。

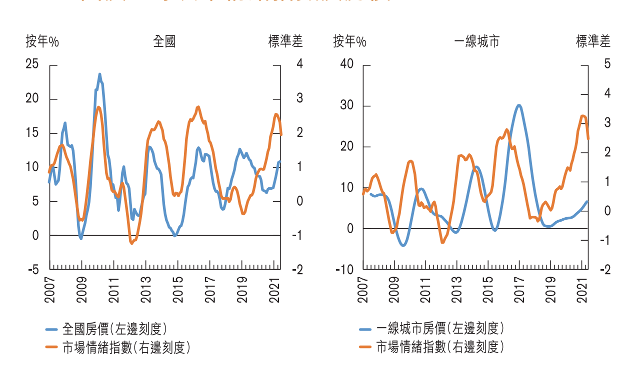
[19] 例如，請參閱Shiller (2009)及Kindleberger (2011)。

[20] 另見Soo (2018)及Gao和Zhao (2018)。

[21] 此處一線城市是指北京、上海、廣州和深圳。

[22] 格蘭傑因果關係檢驗採用在2005年1月至2021年5月期間的數據，滯後長度為3個月。結果表明，在5%的顯著性水平下，一線城市的市場情緒有助預測全國房地產市場情緒。

圖 B2.2
全國及一線城市情緒指數及房價



註： 情緒指數及房價數據序列均採用12個月移動平均作平滑處理，以更好作比較。此外，情緒指數亦作標準化處理。

資料來源：CEIC、Wisers及金管局職員估計數字。

使用VAR模型評估市場情緒對房價的影響

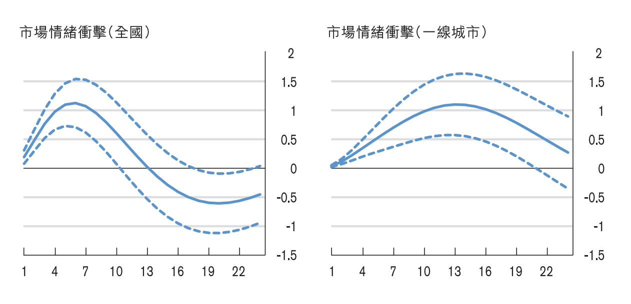
我們使用VAR模型來更好理解中國內地市場情緒與房價兩者之間的關係。該模型包括房價增長、房地產市場情緒指數，以及其他三個被視為影響住宅市場表現的變量，例如人口增長、人均國內生產總值增長及社會融資規模增長。我們的數據樣本期覆蓋2007年10月至2021年5月[23]。

VAR按照人口增長、人均國內生產總值增長、社會融資規模增長、市場情緒及房價增長的順序遞歸識別，其中人口增長被設定為外生程度最高的變量，而房價增長會對所有衝擊作出即時反應。

圖B2.3顯示房價增長對正面情緒衝擊的衝擊反應函數。如預期所料，雖然產生影響的速度較慢，正面情緒衝擊將推高房價。而且相對於全國，這種影響在一線城市更為持久。方差分解顯示，在18個月的時間範圍內，整體市場情緒解釋了全國房價方差約40%。而就一線城市而言，市場情緒對房價的中期影響較短期影響為大，呼應了在衝擊反應函數中所觀察到市場情緒影響持續時間較長的情況。

[23] 除樓市情緒指數外，其他所有變數均使用按年變化形式。由於單位根檢驗表明總融資增長非平穩，我們採用HP濾器(HP filter)去提取其波動成分。至於一線城市宏觀經濟層面的變數，我們採用動態因子模型去提取所有四個一線城市的共同因子。根據施瓦茨資訊準則(Schwartz Information Criterion，SIC)，全國模型的滯後期長度設定為2期，而一線城市模型的滯後期長度則設定為4期。

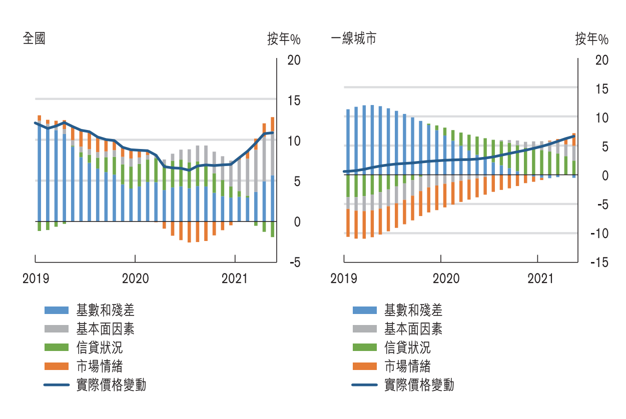
圖 B2.3
房價增長對情緒衝擊的衝擊反應函數



註：虛線代表 +/- 2個標準差的置信區間。

圖B2.4顯示2019年1月至2021年5月的房價變動，以及在該期間導致房價變化的主要衝擊。從全國層面的角度可以看到市場情緒對2019年的房價增長產生了正面影響，但在2020年新型冠狀病毒爆發期間卻迅速成為拖累因素。在疫情大致受控後，市場情緒對房價的影響在2021年再次轉為正面。在一線城市，隨著當局推出措施收緊房地產市場，市場情緒對房價增長的影響在2019年及2020年均為負面，但隨後在2021年轉為正面。

圖 B2.4
全國及一線城市房價的歷史分解



註： 人均國民生產總值及人口統稱為基本面。基數和殘差是指在沒有圖中所示的三類衝擊的情況下，模型所預測的房價增長。

至於其他因素，基本面因素在2021年經濟持續復甦的環境下對全國及一線城市的正面影響愈來愈大。相比之下，流動性狀況對房價增長亦有正面影響，特別是在貨幣政策於2020年因疫情而變得寬鬆的情況下。然而，隨著利率逐步正常化，貨幣寬鬆所帶來的正面影響於2021年在一線城市有所減弱，而在全國範圍更轉為負面。

結語

本專題介紹基於報章新聞的文本分析而構建的中國內地全國以及一線城市房地產市場情緒指數。情緒指數有助預測房價走勢，其領先效應在一線城市尤為顯著。我們的分析亦表明，市場情緒是房價波動的一個重要因素。因此，制定政策穩定市場預期及管理市場情緒，或有助抑制房價大幅漲跌。

參考文獻

Gao, Qing, and Tianxiao Zhao. "The Influence of Home Buyer Sentiment on Chinese Housing Prices —— Based on Media Text Mining." *International Journal of Economics and Finance* 10.9 (2018).

Kindleberger, Charles P., and Robert Z. Aliber. *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*. Palgrave Macmillan, 2011.

Wong, Ken, et al. "A Robust Textual Analysis of the Dynamics of Hong Kong Property Market." *HKIMR Working Paper* No.08/2021.

Shiller, Robert J. *Animal Spirits*. Princeton University Press, 2009.

Soo, Cindy K. "Quantifying sentiment with news media across local housing markets." *The Review of Financial Studies* 31.10 (2018): 3689-3719.

3. 本港經濟

由於貨物出口強勁及本地需求改善，香港經濟在2021年上半年顯著復甦。部分受惠於疫苗接種計劃的推進和政府電子消費券計劃的刺激，預計下半年經濟將繼續復甦，而經濟前景會受Delta變種病毒和中美關係緊張等風險及不明朗因素所影響。失業率於近月顯著回落，並可能隨著經濟復甦而進一步下降。本港通脹壓力可能會在短期內輕微上升，但2021年全年合計應維持溫和，部分原因是房屋租金的上升壓力有限。

3.1 實體經濟活動

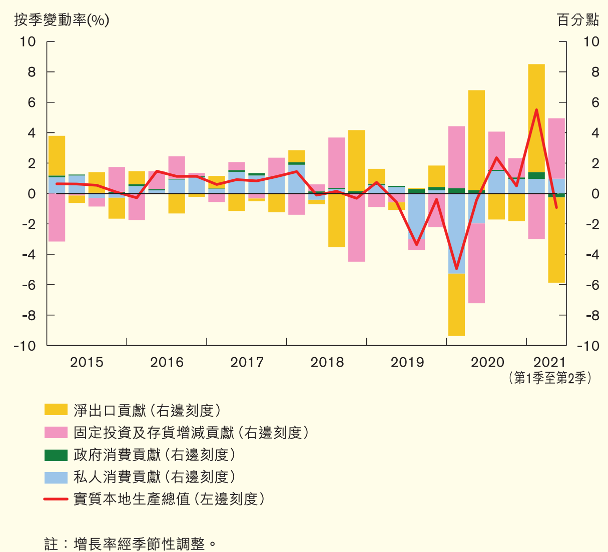
整體經濟活動在2021年上半年顯著復甦，但仍低於經濟衰退前的水平。實質本地生產總值繼連續六季按年收縮後，在第1季及第2季分別增長8.0%及7.6%（表3.A）。然而，經濟復甦並不平衡，個別行業仍受社交距離措施及旅遊限制所打擊。

表3.A
實質本地生產總值增長

		按年增長率(%)	經季節性調整的按季增長率(%)
2020	第1季	-9.1	-5.0
	第2季	-9.0	-0.4
	第3季	-3.6	2.4
	第4季	-2.8	0.5
2021	第1季	8.0	5.5
	第2季	7.6	-0.9

資料來源：政府統計處。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



註：增長率經季節性調整。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

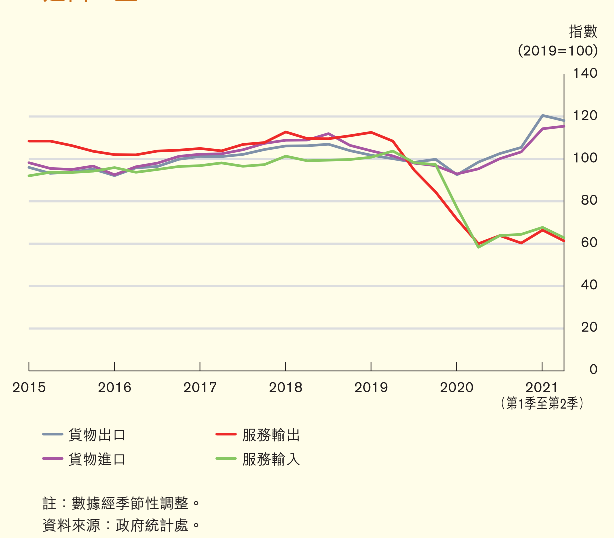
按季比較，實質本地生產總值於第1季顯著增長5.5%，其後於第2季因比較基數較高而有所放緩（表3.A及圖3.1）。本地方面，隨著失業率下降及消費者信心增強，私人消費增長速度於上半年加快。[24] 營商氣氛好轉，整體投資開支也有所反彈。[25] 外圍方面，隨著全球經濟復甦，香港的貨物貿易呈現強勁增長，然而服務貿易維持低迷，部分原因是旅遊業仍受

[24] 香港城市大學編製的消費者信心指數由第1季的62.4上升至第2季的65.7。

[25] 採購經理指數在2021年2月之後已重回擴張區域，於8月升至53.3，為2014年2月以來最高位。渣打香港中小企領先營商指數亦連續三季上升，在2021年第3季指數達46.6，創下2018年第3季以來的三年新高。

跨境人流限制措施遏抑（圖3.2）。[26] 整體而言，淨出口（貿易順差）在第1季仍然為本地生產總值增長提供支持，但由於入口的增長速度較出口為快，淨進口（貿易逆差）在第2季拖累本地生產總值。

圖3.2
進出口量



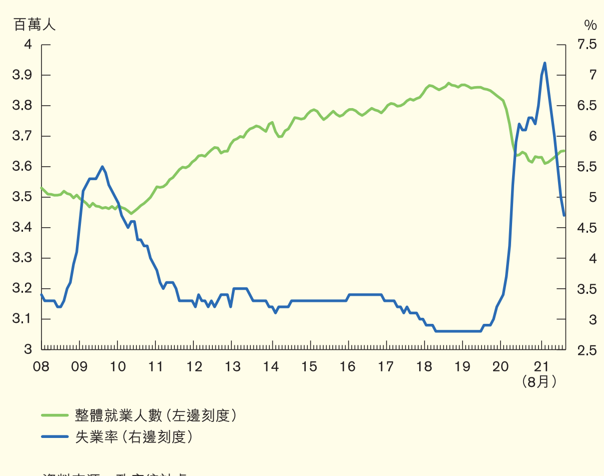
註：數據經季節性調整。
資料來源：政府統計處。

預計2021年下半年經濟將繼續復甦。受惠於勞工市場狀況改善、疫苗接種計劃的推進[27] 以及政府消費券計劃的刺激，私人消費將進一步增強。[28] 經濟前景好轉亦可能增加資本支出以及樓宇及建造活動。外圍方面，全球經濟狀況改善應會在短期內繼續支撐本港出口增長，惟訪港旅遊業則可能需要一段時間才能恢復。政府及私營機構分析師將香港2021年實質本地生產總值增長預測分別上調至5.5–6.5%及6.4%。這個正面的經濟前景受上述章節提及的眾多風險及不明朗因素所影響，特別是疫情（例如Delta變種病毒）、中美關係緊張及美國聯儲局的貨幣政策前景。

3.2 勞工市場狀況

勞工市場狀況在過去數月有所改善。經季節性調整的失業率由2月的7.2%近期高位下跌至8月份的4.7%（圖3.3），並且大多數行業的失業率均有所下降。[29] 與此同時，從網上招聘廣告的數量可見，職位空缺已有所增加。整體就業人數亦已出現觸底的跡象。展望未來，隨著整體經濟活動持續復甦，勞工市場壓力應會進一步紓緩，但鑑於經濟復甦並不平衡，部分行業將繼續面臨挑戰。

圖3.3
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

3.3 通脹

本地通脹壓力仍然溫和，儘管近期輕微上升。按年比較，基本綜合消費物價指數於第1季下跌0.2%，但在第2季微升0.3%，並在8月上升1.2%（圖3.4）。[30] 反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率在最近幾個月亦有所回升。其中，隨著本地疫情緩和及消費需求回暖，出外用餐、外賣、服裝、鞋類以及個別雜項服務的價格增長加快。相比之下，綜合消費物價指數的房屋租金項目繼續下降並抑制總體通脹動力

26 訪港旅客人次於2021年上半年約為34,000人次，低於2020年下半年的53,000人次。

27 政府繼2月推出疫苗接種計劃後，於5月展開「全城起動　快打疫苗」的運動，與各界合作鼓勵疫苗接種。截至8月底，超過60%的合資格人口（12歲或以上）已接種至少一劑疫苗。

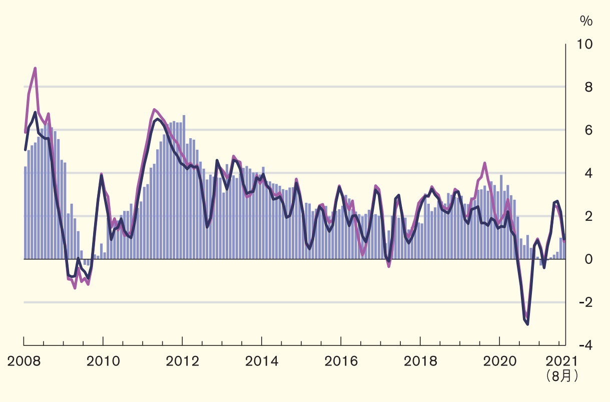
28 政府由8月起開始分兩期或三期派發港幣5,000元的電子消費券。財政司司長表示，該項計劃預期將促進消費，為實質本地生產總值增長帶來0.7個百分點的提振作用。

29 例如，8月的餐飲服務業失業率顯著下降至8.6%，而建造業失業率下降至7.4%。此外，8月的就業不足率亦跌至2.2%。

30 受政府一次性紓困措施（例如電費補貼減少）的影響，首兩季的整體通脹率分別為1.2%及0.8%，高於基本通脹率。

(圖3.5)。由於實質平均薪金減少，實質單位勞工成本在第1季亦有所下降(圖3.6)。

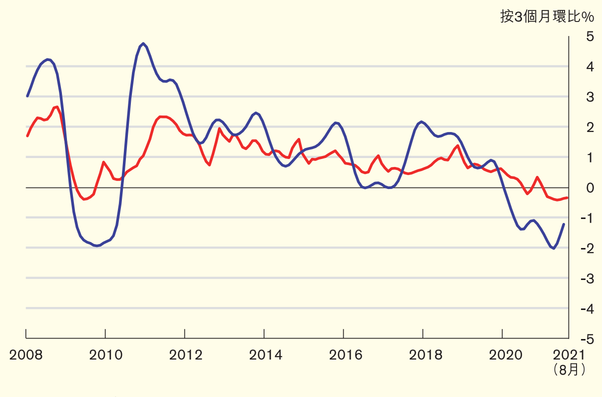
圖3.4
反映消費物價通脹的不同指標



基本綜合消費物價指數通脹率(按年計)
基本綜合消費物價指數通脹率(按3個月以年率計)
扣除基本食品的綜合消費物價指數通脹率(按3個月以年率計)

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

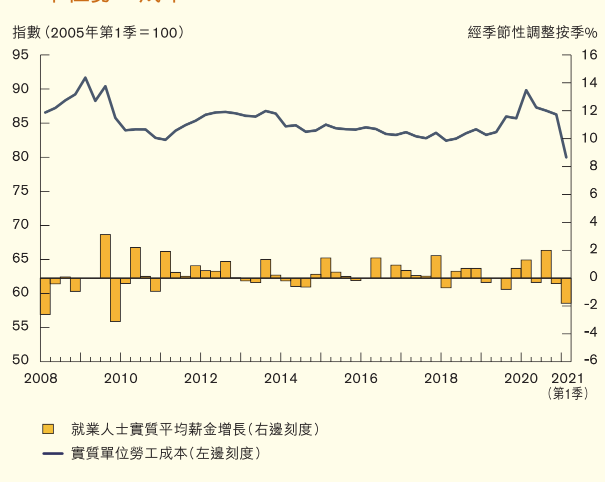
圖3.5
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



基本綜合消費物價指數租金組成項目
住宅租金指數(18個月移動平均)

資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

圖3.6
單位勞工成本



就業人士實質平均薪金增長(右邊刻度)
實質單位勞工成本(左邊刻度)

資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，隨著經濟復甦，本地通脹在短期內可能會進一步上升，但因早前新簽訂的私人住宅租金下跌，以及本地勞工成本受到抑制，2021年全年合計的總體價格壓力應會保持溫和。政府預計2021年的基本通脹率及整體通脹率分別為1%及1.6%，而最新的市場共識預測同年的整體通脹率為1.8%。

4. 貨幣及金融狀況

港元於回顧期內維持在兌換保證範圍的強方，儘管7月份本港股市的避險情緒導致港元有所回軟。由於港元流動資金充裕，香港銀行同業拆息維持低水平。整體而言，港元外匯及貨幣市場交易繼續暢順有序。展望未來，美國貨幣政策、中美關係持續緊張、新型冠狀病毒疫情下的經濟復甦步伐，加上股票市場活動都存在不明朗因素，或會導致資金流波動加劇。但香港擁有充足的外匯儲備及穩健的銀行體系，有能力抵禦資金流波動帶來的壓力。

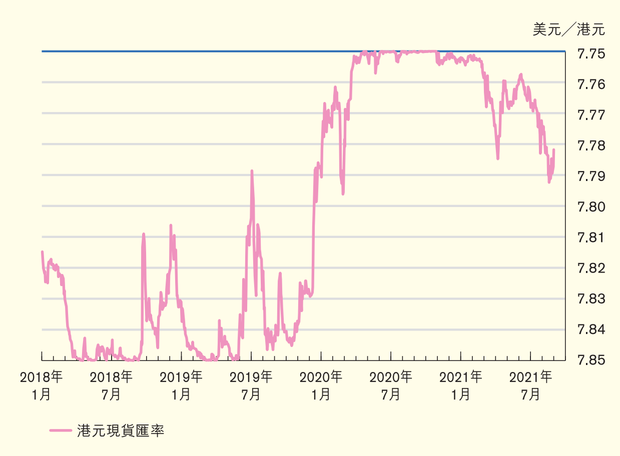
4.1 匯率及資金流

整體而言，港元維持在兌換保證範圍的強方，交易繼續暢順有序。港元兌美元在3月至4月初略為回軟（圖4.1），部分由於經滬港通和深港通的南向買入資金減少（圖4.2），以及一些新上市公司在2020年至2021年初新股集資活動後匯走其所得的資金（圖4.3）。而在南向資金恢復流入及企業派息需求支持下，港元於第2季再度走強。

踏入7月份，本港股市的避險情緒導致港元有所回軟。尤其是港股通在7月份錄得最大單月淨流出[31]，但新股集資活動充足對港元提供支持。[32]

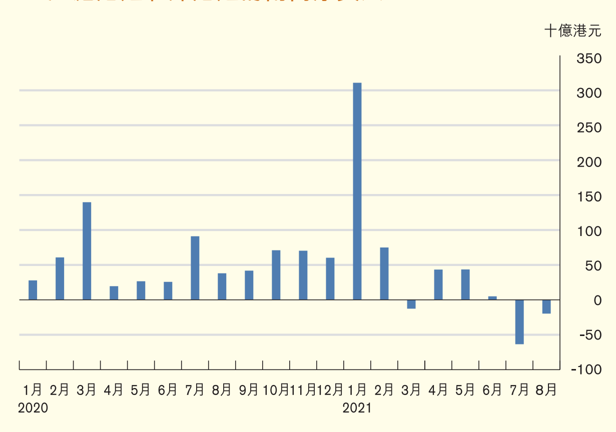
存款總額於回顧期內溫和增長，並沒有跡象顯示有大量資金流出本港銀行體系。[33] 與此同時，最新的國際收支平衡數字顯示，非居民的直接投資在2021年上半年繼續流入香港。

圖4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

圖4.2
經滬港通和深港通的南向淨買入



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

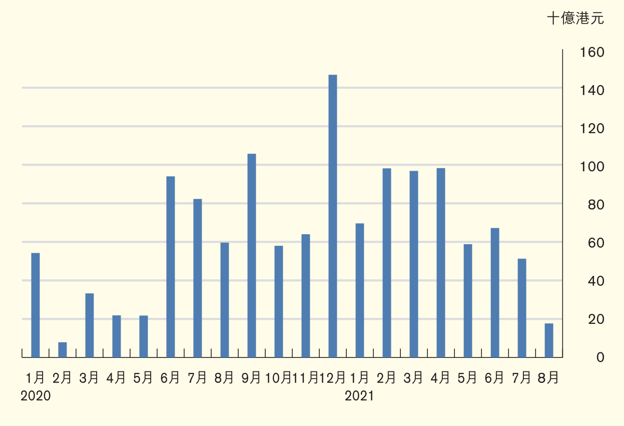
---

31 7月南向資金淨流出總額約為635億港元。

32 港交所數據顯示，截至2021年8月31日，有213宗上市申請個案。當中有9家公司的上市申請獲批，另外204家公司的上市申請仍在處理中。

33 有關本港存款增長的詳細分析，請參閱第4.2節。

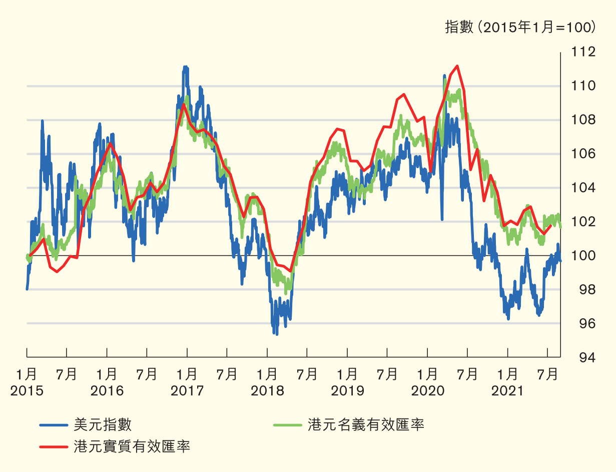
圖 4.3
於香港交易所（港交所）籌集的股票資金



資料來源：港交所。

於回顧期內，港元的名義有效匯率指數跟隨美元兌主要貨幣升值而上升（圖 4.4）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小並對港元實質有效匯率指數影響有限，港元實質有效匯率指數的走勢大致跟隨名義有效匯率指數的走勢。

圖 4.4
名義及實質有效匯率



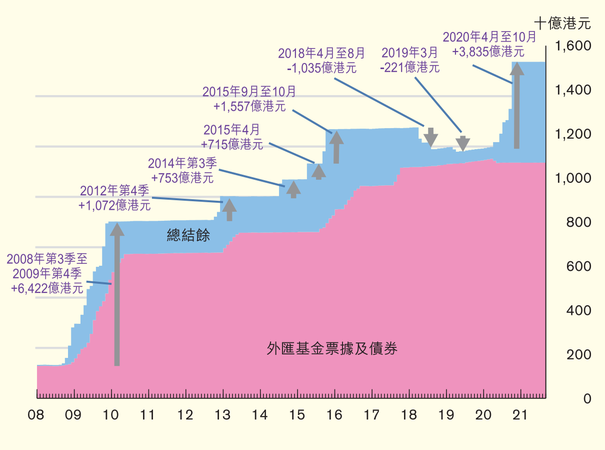
註：實質有效匯率指數經季節因素調整，僅有月度數據。
資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，美國聯儲局貨幣政策、中美關係持續緊張、新型冠狀病毒疫情下經濟復甦的步伐，加上股票市場活動等不明朗因素或會導致資金流波動加劇。具體而言，若美國通脹數字高於預期且情況持續，或會引致市場為美國貨幣政策前景重新定價。美國國債收益率急升以及環球金融市場波動都可能導致世界各地的資金流向變得複雜。不過，香港擁有充足的外匯儲備及健全的銀行體系，有能力抵禦資金流的波動而不致影響金融穩定。

4.2 貨幣環境及利率

於回顧期內，香港的貨幣環境保持寬鬆。由於並未觸發兌換保證，總結餘於 2021 年首八個月大致保持不變（圖 4.5）[34]。整體而言，貨幣基礎在 2021 年首八個月微升 0.8%，主要受負債證明書增加所帶動。廣義的貨幣總額亦有溫和增長。撇除新股認購貸款所產生的存款，2021 年首七個月港元廣義貨幣供應（港元 M3）及港元存款分別溫和增長2.0%及2.3%（圖4.6）。

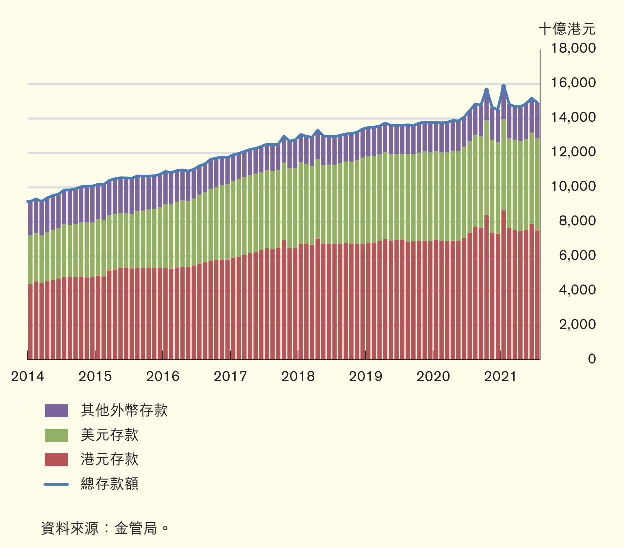
圖 4.5
總結餘及外匯基金票據及債券



資料來源：金管局。

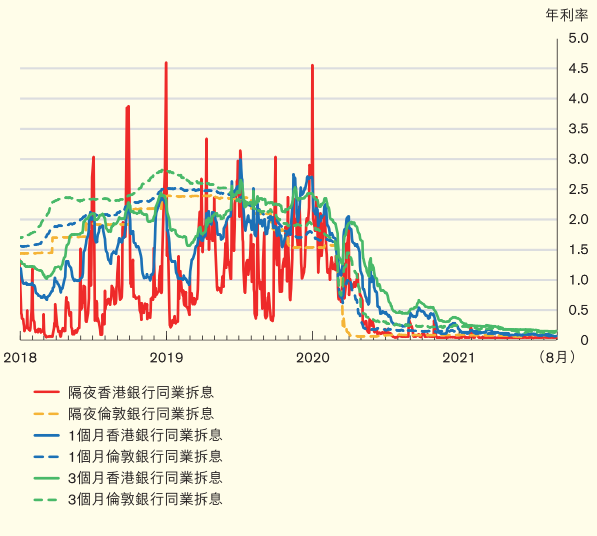
[34] 於8月25日，金管局宣布將於2021年9月7、14、21及28日，以及10月5、12、19及26日舉行的八次定期投標中，每次增發50億港元的91日期外匯基金票據。如八次的計劃增發量全部執行，未償還外匯基金票據及債券將會增加共400億港元，而總結餘則相應減少相同金額。是次增加外匯基金票據供應的安排符合貨幣發行局制度的運作原則。增發外匯基金票據只是貨幣基礎的組成部分之間的轉移，即由銀行體系總結餘轉移至外匯基金票據及債券，貨幣基礎仍然由外匯儲備提供十足支持。

圖 4.6
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

圖 4.7
港元與美元銀行同業拆息



資料來源：CEIC及金管局。

與此同時，首七個月外幣存款溫和增長3.1%，其中美元存款在前一個回顧期內微跌後，回復增長1.3%(圖4.6)。受到人民幣存款增長的支持，其他外幣存款繼續強勁增長7.9%。

撇除新股認購貸款所產生的存款，2021年首七個月的存款總額溫和增長2.7%。須注意的是，由於按月貨幣統計數字或會受到各種短期因素(例如季節性與公開招股相關資金需求，以及營商與投資相關活動)影響而出現波動，因此應小心詮釋統計數字。

由於銀行體系的流動性充裕，香港銀行同業拆息於回顧期內大致穩定並維持在低水平(圖4.7)。新股集資對於銀行同業拆息的影響有限，各期限的香港銀行同業拆息並沒有出現大幅波動。由於融資成本較低，新造按揭的平均貸款利率在7月進一步降至1.48%。另一方面，主要零售銀行的最優惠貸款利率於回顧期內維持不變，介乎5.00%至5.50%之間。

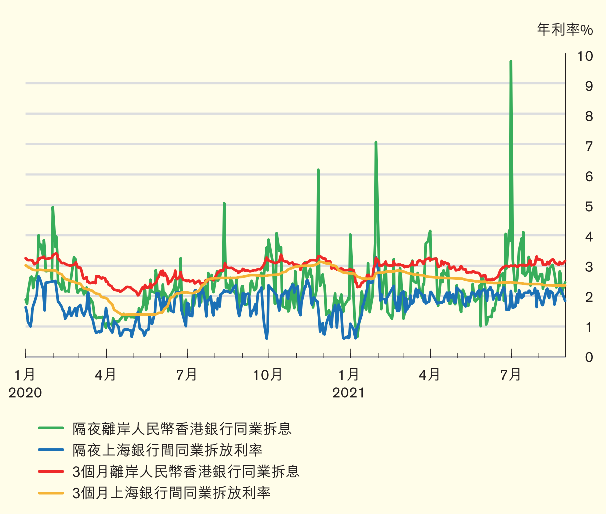
整體而言，香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。銀行體系的流動性充裕，在大型資本市場活動或金融市場動盪時能夠提供充足的緩衝。

離岸人民幣銀行業務

離岸人民幣銀行同業市場於回顧期內運作正常[35]，隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息4月至6月初在1%至3%左右的範圍波動(圖4.8)，其後在接近半年結時，受到季節性流動資金需求所推動，於6月下旬出現明顯波動。另一方面，三個月的離岸人民幣香港銀行同業拆息相對穩定，於整個回顧期內徘徊在3%左右。

35 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第2.2章。

圖 4.8
隔夜及 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC。

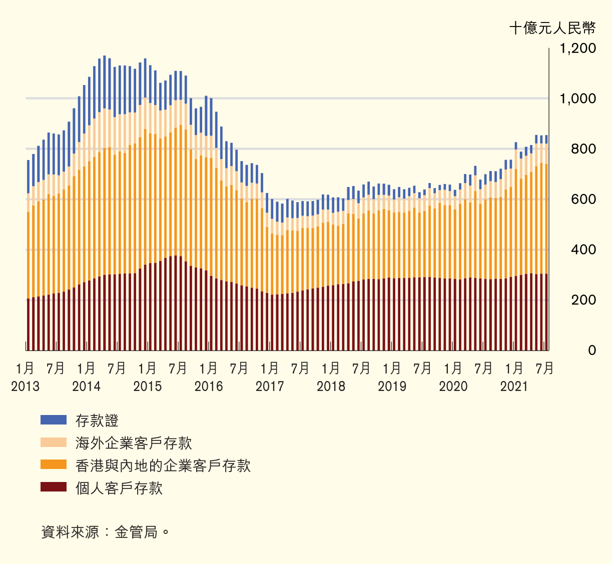
表 4.A
離岸人民幣銀行業務統計

	2020 年 12 月	2021 年 7 月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	757.2	854.7
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	721.6	820.8
人民幣存款佔存款總額（%）	5.9	6.6
人民幣存款證（十億元人民幣）	35.5	33.9
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	152.1	186.6
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	206	207
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	99.4	136.7
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	97.3	119.9
	2021 年 1 月至 7 月	
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	4,020.0	
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	1,796.9	
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	1,893.0	
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億元人民幣）	1,531.2	

資料來源：金管局。

香港的離岸人民幣資金池繼續擴張。於首七個月，人民幣客戶存款及存款證餘額增長12.9%至8,547億元人民幣（圖4.9及表4.A）。其中，人民幣客戶存款增加13.7%，抵銷存款證餘額4.4%的跌幅。人民幣客戶存款增長主要受企業客戶存款帶動。

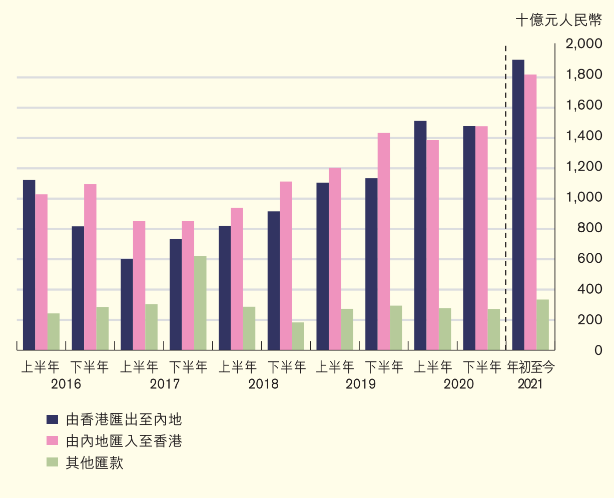
圖 4.9
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

其他人民幣業務繼續維持穩定增長。2021年首七個月的人民幣貸款餘額增長22.6%至1,866億元人民幣。另一方面，香港的人民幣貿易結算繼續增長。在首七個月期間，本港銀行處理的交易額達40,200億元人民幣（圖4.10），較上年同期的37,244億元人民幣增長7.9%。貿易結算交易的增長主要受匯入香港的匯款增加所帶動。香港人民幣資金池繼續支持大量人民幣支付及融資交易。人民幣即時支付結算系統於首七個月的平均每日成交量高達15,312億元人民幣，而2020年同期則為12,011億元人民幣。

圖 4.10
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，內地資本賬透過各個互聯互通平台持續開放，國際投資者對人民幣資產的需求增加，加上「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作深化，香港離岸人民幣業務預期將會受惠。

資產市場

與全球主要股市持續上揚相反，港股市場維持低迷，主要受科技股大幅下跌及市場憂慮新型冠狀病毒變種所拖累。與此同時，港元及離岸人民幣債券市場在2021年上半年穩定擴張。在正面的物業市場氣氛及經濟前景向好的情況下，住宅及非住宅物業市場均重拾一些上升動力。

4.3 股市

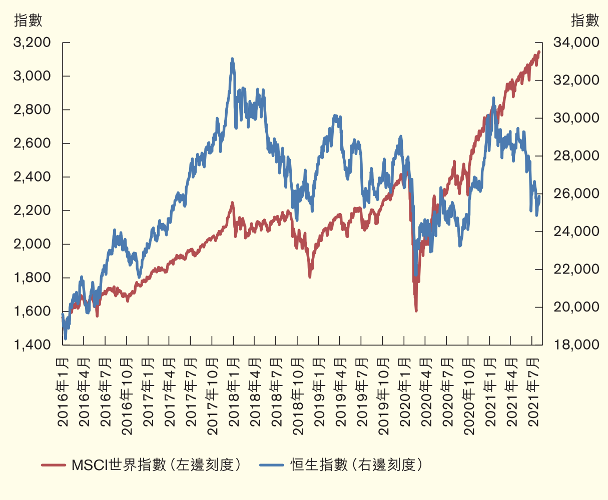
於回顧期內，全球主要股市持續上揚，摩根士丹利國際資本世界指數曾一度創歷史新高，於8月30日達3,147點（圖4.11）。除了寬鬆貨幣政策及財政刺激措施的支持，新型冠狀病毒疫苗接種速度加快以及主要經濟體企業的季度盈利樂觀，亦帶動股市上升。

與主要股市持續上漲相反，香港股市仍然低迷，市場憂慮新型冠狀病毒變種，加上科技股大幅下跌，令市場樂觀情緒受挫。恒生指數（恒指）自2月中由超過31,000點的年內高位回落，第2季在28,000點至30,000點之間徘徊，其後於回顧期末持續回落至約26,000點水平。相較於主要市場，恒指表現不佳，部分原因在於恒指成份股中的個別科技股大幅回調。

整體而言，由2021年2月底至2021年8月，本港股市下跌10.7%，而摩根士丹利國際資本世界指數同期上升15.2%（圖4.11）。期權引伸波幅雖曾數次短暫上揚，期內總體波幅持續向下，於回顧期末維持在低於疫情前的水平。與此同時，偏斜指數一直處於高位，反映投資者擔心主要股市屢創新高之後可能出現逾期回調，因此願意投入更多資金對沖股市下跌風險（圖4.12）。[36]

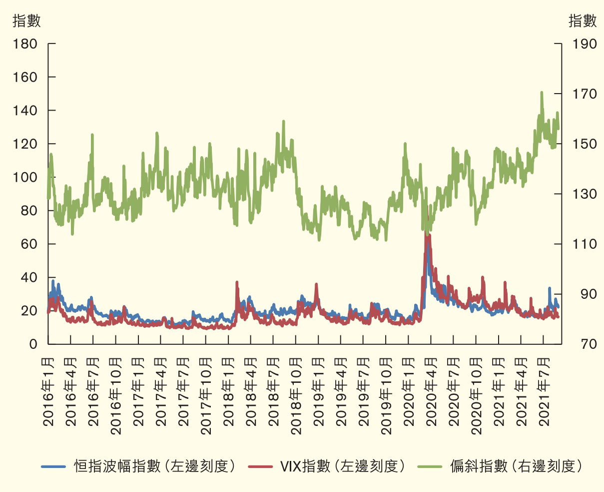
[36] 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率微不足道。隨着偏斜升至100以上，標普500指數回報分布的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱 https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew。

圖4.11
恒生指數及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博社及路透社。

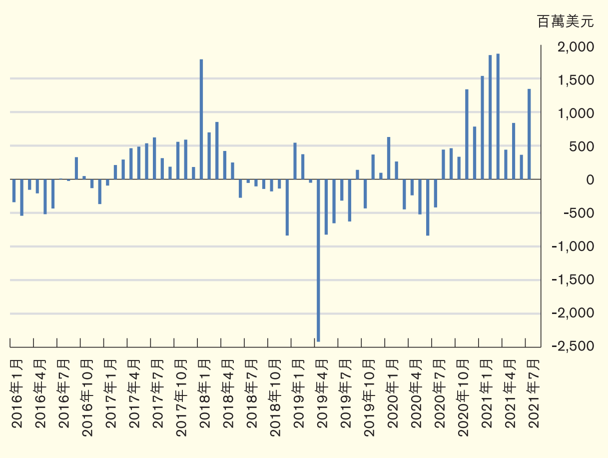
圖4.12
恒指及標普500的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博社及路透社。

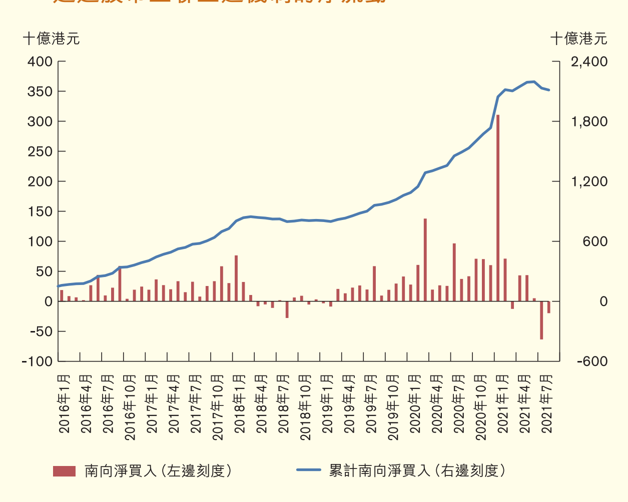
本港股市的資金淨流入在3月份達到18.687億美元的近期峰值，但在2021年第2季大幅下降至每月平均5.475億美元，7月份回升至13.443億美元（圖4.13）。港股通南向淨買入資金在2021年1月創下3,106億港元的歷史新高，第2季繼續保持資金淨流入，但7月份和8月份港股通資金流出共833億港元。於回顧期內，淨買入資金額累計下跌0.2%至21,116億港元（圖4.14）。

圖4.13
香港的股票市場資金淨流入



資料來源：EPFR Global。

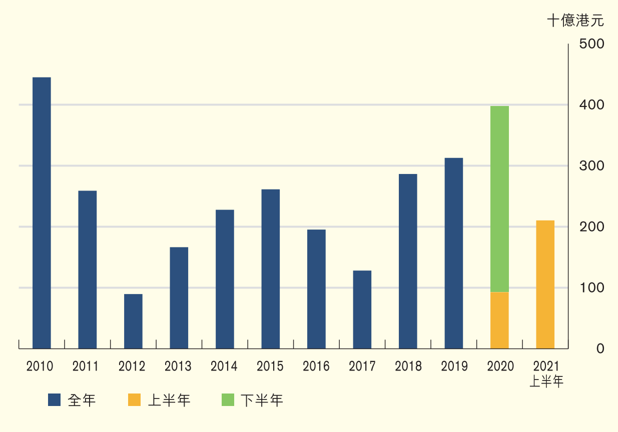
圖4.14
透過股市互聯互通機制的淨流動



註：南向淨買入金額指滬港通及深港通淨買入額的總和。
資料來源：CEIC、港交所及金管局職員估計數字。

在全球上市熱潮中，香港一級市場在2021年上半年籌集的資金創下有史以來最強勁的記錄。上半年共有46宗新股上市，合共籌集資金2,104億港元（圖4.15），較上年同期增長126.7%。2021年上半年，港交所在全球公開招股市場排名第三，僅次於納斯達克及紐約證券交易所。新股融資量急升，主要得益於內地企業大規模上市。六家規模較大的中國科技及物流公司上市共籌集資金1,396億港元，佔2021年上半年籌集資金總額的三分之二。

圖4.15
香港首次公開招股市場



資料來源：港交所。

本港股市的短期展望仍不明朗。新股集資市場方面，在美國上市的中資企業「回流」，將繼續支持本港資本市場。不過，下半年的市場情緒可能受近期新股股價表現欠佳所拖累，上半年46家新上市公司中有20家公司的股價在上市首日下跌。二級市場的前景亦喜憂參半。一方面，中國內地寬鬆的貨幣政策及經濟復甦將為投資者的風險胃納提供支持。另一方面，短期內仍有許多潛在的不利因素，包括新型冠狀病毒及其變種造成的感染、對經濟擴張可持續性、通脹前景及利率的憂慮日增，以及持續的中美緊張局勢，均可能增加市場波動。

4.4 債券市場

2021年上半年，港元債券市場在發行量穩定增長的情況下持續擴張。於回顧期初，市場參與者憂慮前所未有的經濟刺激措施及經濟強勁增長可能會引發通脹壓力，導致10年期美國國債收益率於3月底升至1.7%的高位。此後，更具傳染性的Delta變種病毒導致疫情反覆，美國及其他發達國家經濟復甦的可持續性存在不明朗因素，美債收益率出現整固。港元10年期主權債券的收益率於第1季跟隨美國國債收益率上升，自4月起有所調整（圖4.16）。

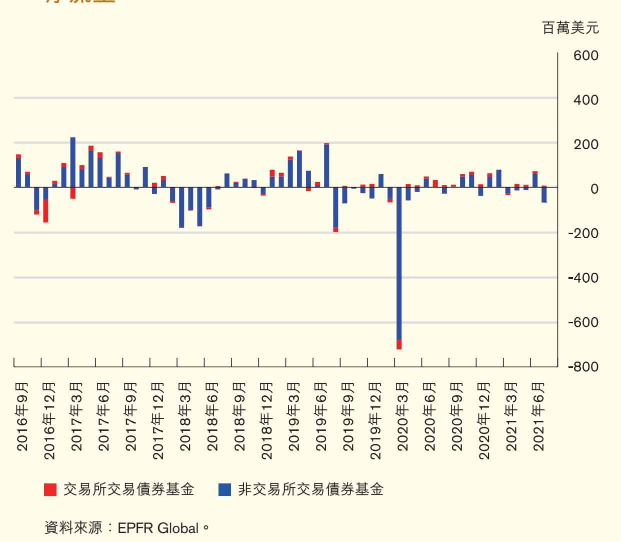
圖4.16
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率



資料來源：ICE Data Indices及金管局。

3月收益率的上升抑制了投資者對債券的興趣，當月債券資金出現淨流出（圖4.17）。經過兩個月的整固，香港債券資金於6月出現淨流入但7月又錄得淨流出，相關債券資金流主要受非交易所買賣的債券基金流出激增所帶動。整體而言，2021年首7個月本港的債券資金的流入水平較為溫和。

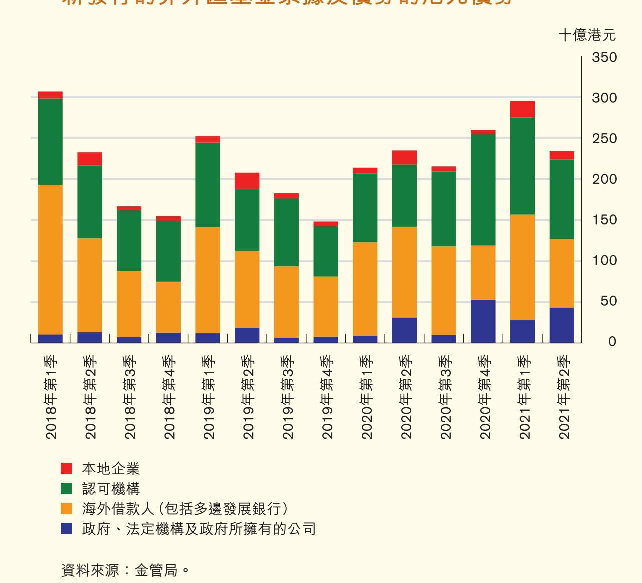
圖4.17
交易所買賣及非交易所交易買賣的香港債券基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

2021年上半年，儘管外匯基金票據及債券的發行量微跌0.9%，港元債券總發行量較上年同期增加了3.1%至21,705億港元，主要因為政府部門發行的非外匯基金票據及債券增長77.9%，以及認可機構的發行量增長加34.8%（圖4.18）。

圖4.18
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券

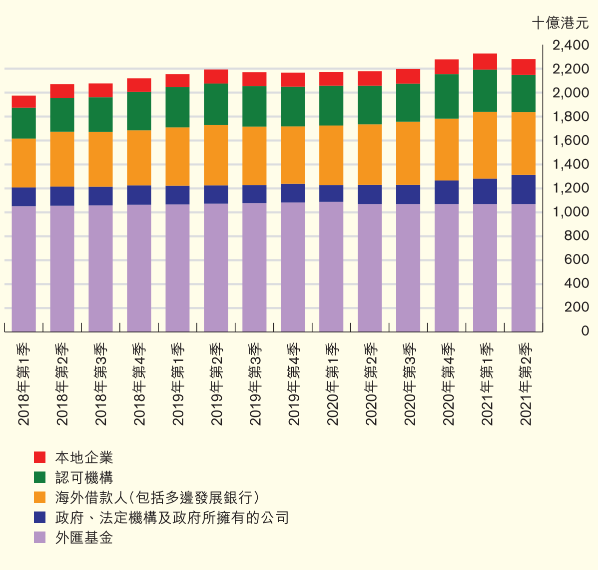


資料來源：金管局。

未償還港元債券金額按年上升4.6%，於2021年6月底達22,796億港元（圖4.19）。該金額相當於港元M3的26.9%或銀行業以港元計值資產的22.5%。其中政府部門非外匯基金票據及債券的未償還金額按年

急升51.6%至2,433億港元，而外匯基金票據及債券的未償還金額按年微升0.1%至10,684億港元。

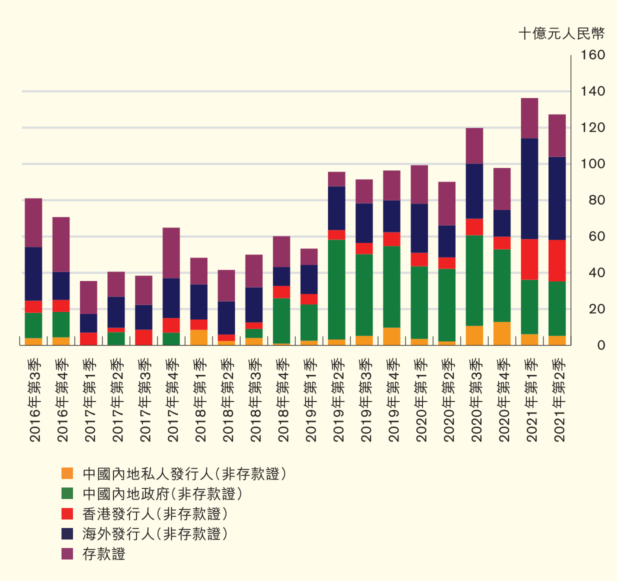
圖4.19
未償還港元債券（按發行人劃分）



資料來源：金管局。

香港離岸人民幣債券市場在上半年顯著擴張，新發行的債券總額達2,636億元人民幣，較上年同期大幅增長39.2%，主要因為香港發行人的發行量增長230.9%，以及內地私營發行人及海外發行人的發行量增長123.0%。與此同時，內地政府的發行量按年下跌25.0%至600億元人民幣（圖4.20）。

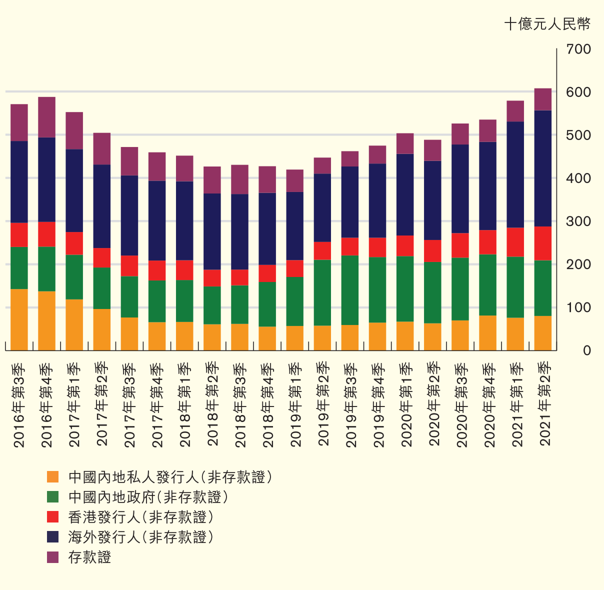
圖4.20
在香港新發行的離岸人民幣債券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

由於新債發行量快速增長，截至6月底，離岸人民幣債券的未償還總額錄得24.4%的按年增幅，至6,072億元人民幣（圖4.21）。

圖4.21
香港的未償還離岸人民幣債券

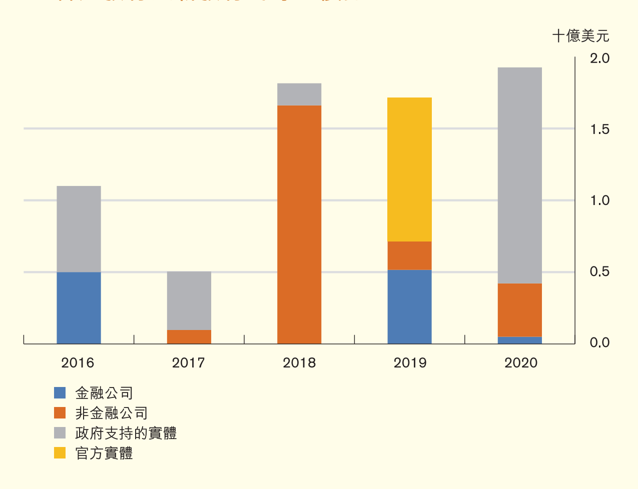


資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

港元及離岸人民幣債券市場前景短期內仍不明朗。全球經濟復甦步伐、Delta變種病毒快速蔓延下的疫情發展、中美兩國的貨幣政策、人民幣匯率前景等方面存在不明朗因素，都可能影響離岸人民幣債券市場的投資情緒。

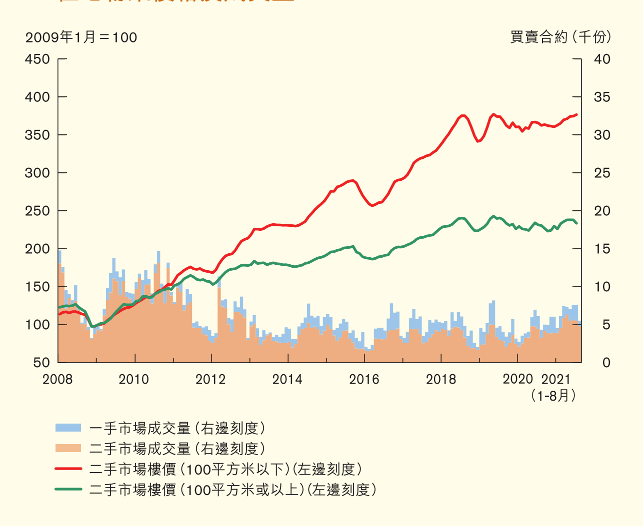
綠色金融成為本地債券市場近期發展的一個重要推動力。過去幾年，香港發行人新發行的綠色債券逐漸增加，主要由非金融公司及政府支持的實體所推動（圖4.22）。香港高效的金融市場基建以及相關政策措施的支持，預期將繼續推動本港債券市場成為區內綠色項目的主要融資平台。

圖 4.22
香港發行人新發行的綠色債券



資料來源：氣候債券倡議組織及金管局。

圖 4.23
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

4.5 物業市場

住宅物業市場

受經濟前景好轉、市場氣氛改善及按揭息率持續低企所支持，住宅物業市場自今年年初以來已重拾一些上升動力（圖 4.23）。與去年下半年的每月平均成交量 5,434 個單位比較，今年 1 月至 8 月的每月平均成交量回升 23% 至 6,657 個單位。其中，二手市場成交量在第 2 季創九年新高，不少發展商的新盤銷情亦非常暢旺。

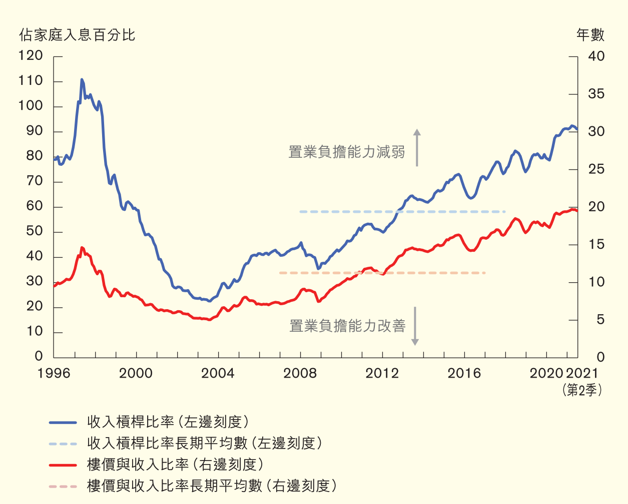
二手市場樓價亦有所回升，於 1 月至 7 月期間上漲 4.3%，較 2019 年 5 月的歷史高位略低。中小型單位（實用面積小於 100 平方米）的價格上升速度較大型單位（實用面積 100 平方米或以上）為快。近期的市場數據顯示，樓價在 8 月進一步攀升。

置業負擔能力進一步趨緊，反映樓價上升而家庭收入增長乏力。2021 年第 2 季的樓價與收入比率攀升至 19.6，而 1997 年的峰值為 14.6。收入槓桿比率亦升至 91.8% 的高位，遠高於其長期平均值（圖 4.24）[37]。隨著市場氣氛正面及失業率下降，房屋租金於首七個月稍微回升 1.6%，但仍較 2019 年 8 月的高位低 10.3%（圖 4.25）。由於樓價的累計升幅大於租金的回升幅度，買租價差[38]（現為正值）於 1 月至 6 月期間進一步擴大。與此同時，2021 年 7 月的住宅租金收益率保持在 1.9–2.3% 的低位。

[37] 樓價與收入比率指一般 50 平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。另一方面，收入槓桿比率指一般 50 平方米單位（以 20 年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

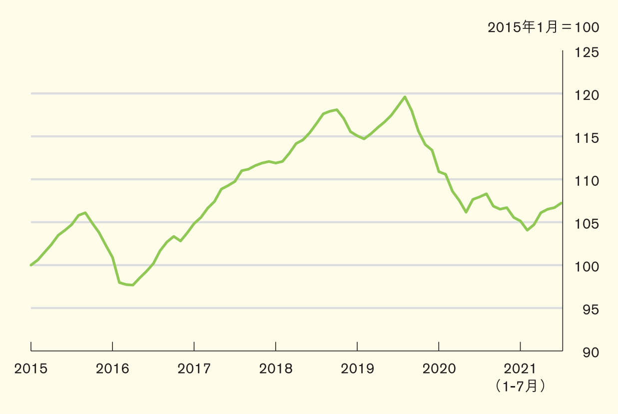
[38] 買租價差反映置業成本（以 20 年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

圖 4.24
置業負擔能力指標



資料來源:差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 4.25
房屋租金



資料來源:差餉物業估價署。

儘管置業負擔能力偏緊,金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及鞏固銀行抵禦衝擊的能力。2021年7月的新造按揭成數為56%,低於首次採取相關措施之前64%的水平,而供款與入息比率於2021年1月至7月期間維持在約37%的低水平。

住宅物業市場前景受到如前面幾章所述的眾多不明朗因素及風險所影響。一方面,疫情一旦再度惡化(例如病毒變種引發本地第五波疫情)或會損害住宅物業市場氣氛。另一方面,預料當前的超低利率會為資產價格提供支持。長遠而言,住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年私人住宅供應量仍會維持在高位[39]。

非住宅物業市場

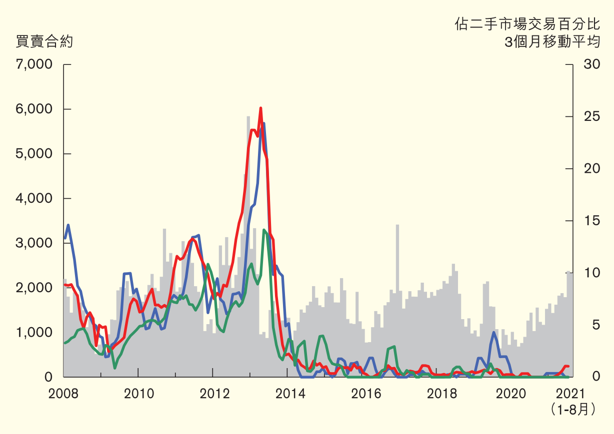
隨著經濟活動回暖,非住宅物業市場出現復甦跡象。每月平均成交量在首八個月回升,而投機活動仍然淡靜(圖4.26)。近期寫字樓的價格平穩,零售商舖及分層工廠大廈的價格於1月至7月期間則分別上升7.3%及8.7%,但仍低於2018年或2019年相應的高位(圖4.27)。租賃市場方面,隨著香港的貨物貿易增長強勁,工廈租金錄得顯著增幅[40],而寫字樓及零售商舖租金仍維持疲軟,部分原因是空置率依然偏高(圖4.28)。此外,7月份非住宅物業的整體租金收益率繼續保持在2.5–2.9%的低位。專題3利用物業成交大數據研究非住宅物業市場的發展,並討論其對金融穩定的啟示。

展望未來,非住宅物業市場的表現將取決於疫情發展,以及本地和外圍的經濟狀況。疫苗接種率上升、社交距離措施進一步放寬、最終恢復通關,以及本地消費和對外貿易持續增長,均會有助工商物業市場進一步復甦。然而,隨著變種病毒出現,以及美國聯儲局貨幣政策走勢及中美關係存在不明朗因素,或會令非住宅物業市場前景蒙上陰影。

[39] 政府預計2021年至2025年私人住宅單位的每年平均落成量將超過18,000個單位,高於過去五年的平均水平。

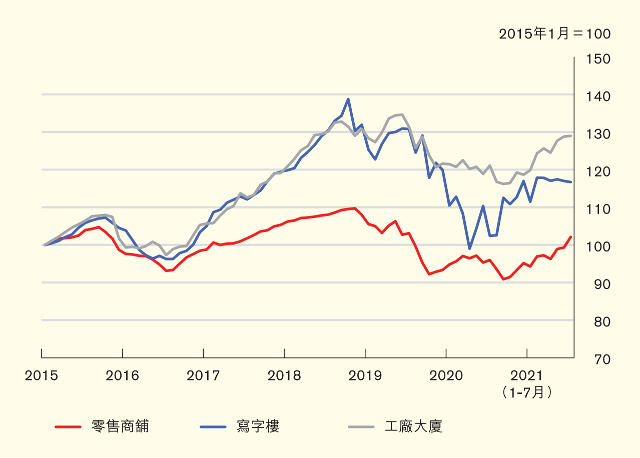
[40] 有市場報告認為香港貨物貿易強勁增長以及相關的供應鏈瓶頸可能推高了對倉庫的租賃需求。

圖 4.26
非住宅物業成交量



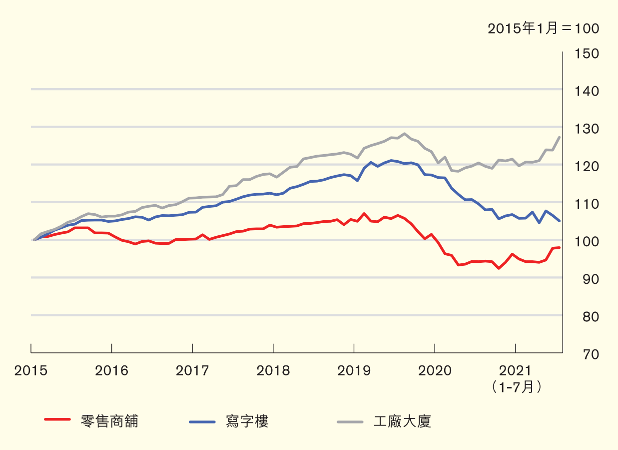
資料來源：土地註冊處、中原地產代理有限公司。

圖 4.27
非住宅物業價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

圖 4.28
非住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

專題3
利用成交大數據監察香港非住宅物業市場

引言

香港的非住宅物業市場近期雖有復甦跡象，但自2018年以來已顯著調整。僅以現有高層次整合而成的數據無法對非住宅物業市場作深入分析，亦難以評估其對金融穩定的影響。[41] 為此，本專題探討如何利用物業成交的大數據，更有效地監察市場發展並研究相關的金融穩定啟示。

利用成交紀錄

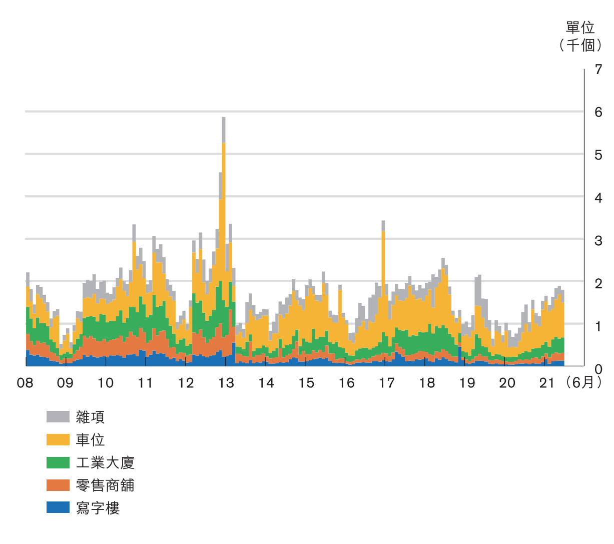
我們從土地註冊處收集了自2008年至2021年初逾20萬宗非住宅物業的成交紀錄。[42] 每一宗成交紀錄通常涉及若干文件，包括買賣合約、轉讓契及按揭契。我們利用各類文書中的資訊，構建一個精細的數據集，使我們能夠作出以往無法進行的分析。具體而言，我們可以(i)獲取不同物業類別的成交數據；(ii)研究各類物業的價格(即合約價值)分布；以及(iii)監察銀行及非銀行金融機構的按揭使用量(但非貸款金額)。以上數據在官方統計資料中並不完整或未能提供。我們初步分析了這個豐富的數據集，並於下文討論主要的觀察結果。

監察非住宅物業市場的發展

按物業類別劃分的成交量及成交金額

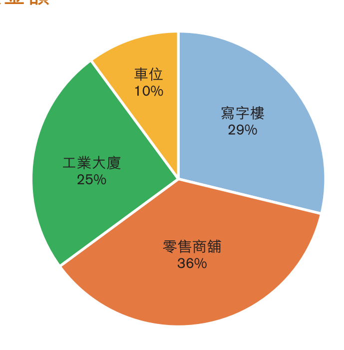
土地註冊處的官方統計資料只提供非住宅物業的總成交量及總成交金額，當中涉及非常多元化的物業交易種類，包括(i)寫字樓、(ii)零售商舖、(iii)工業大廈以及(iv)車位。新數據容許我們細分非住宅物業中四個主要類別的成交量及成交價格。[43] 我們發現獨立車位已逐漸成為非住宅物業成交量中的主要份額(圖B3.1)。事實上，近年來車位在總成交量當中所佔的份比已大致上升至50–60%，儘管它們僅佔總成交金額的10%(圖B3.2)。[44]

圖B3.1
按物業類別劃分的非住宅物業成交量



註：雜項成交包括外牆、走廊、倉庫、樓梯、地皮和其他未分類的物業。
資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。

圖B3.2
2008年1月至2021年6月按物業類別劃分的非住宅物業成交金額



註：計算百分比份額時剔除了其他雜項物業成交。
資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。

---

[41] 一般而言，由於社交距離措施及新型冠狀病毒疫情後的其他行為改變(例如遙距辦工)，疫情對商業物業市場的影響尤其嚴重。這對金融穩定的潛在影響已引起國際關注。例如，可參閱國際貨幣基金組織《全球金融穩定報告》2021年4月版第三章「商業房地產：新冠疫情期間及之後的金融穩定風險」。

[42] 香港的土地註冊處備有一套公開的土地登記冊，記錄與土地相關的已註冊文件。土地登記冊載有個別物業業主資料，以及該物業是否有已註冊的轇輵，例如按揭及法庭命令。土地註冊處的紀錄並不包括以轉讓公司股份形式進行的物業交易。我們實際上透過經濟地產庫(EPRC)收集成交數據，該地產資訊供應商整合土地註冊處的紀錄並編製成結構化數據。

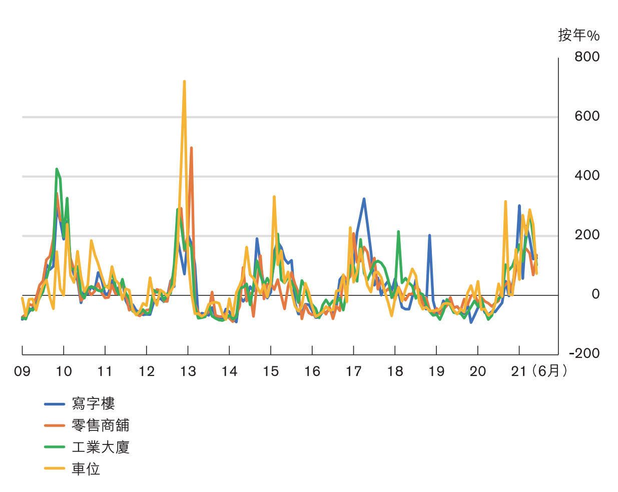
[43] 本文所指的工業大廈包括分層工廠大廈及工貿物業，而差餉物業估價署數據僅包括前者。

[44] 計算百分比份額時剔除了其他雜項物業成交。

各類物業的周期同步性

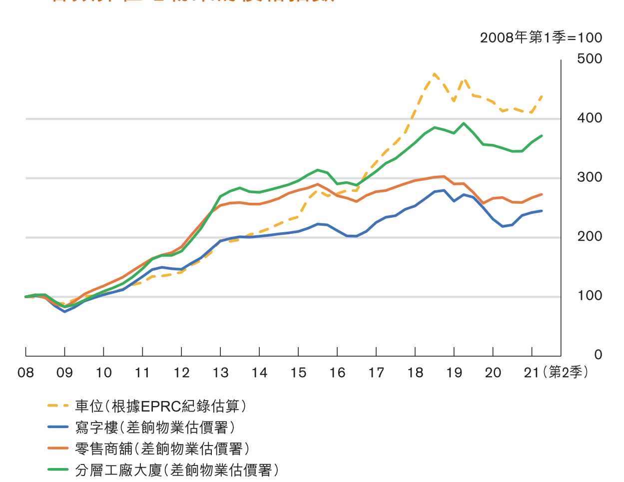
儘管不同類別的非住宅物業用途各異，但它們的成交量（圖B3.3）及成交價格（圖B3.4）周期均大致同步。事實上，雖然香港沒有獨立車位的官方價格指數，但我們的估算[45]顯示，獨立車位價格走勢與其他非住宅物業價格走勢大致相似（圖B3.4）。在中美關係緊張及疫情影響下，它們的價格自2018年以來都有所放緩。

圖B3.3
各類非住宅物業成交量的按年增長率



資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。

圖B3.4
各類非住宅物業的價格指數

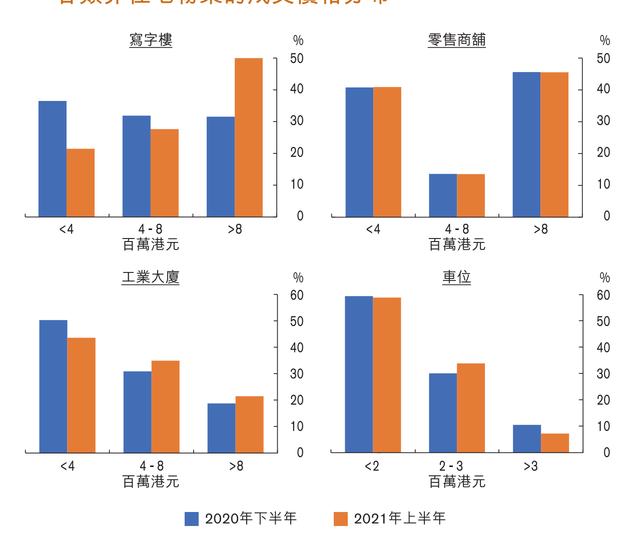


資料來源：差餉物業估價署、EPRC及金管局職員估計數字。

成交價格分布

隨著近期經濟復甦，非住宅物業的價格及成交量於2021年上半年出現一些復甦跡象。我們的精細數據顯示，相較於2020年下半年，寫字樓及工業大廈的成交增加集中在較高價值物業，而零售商舖的成交價格分布變化不大（圖B3.5）。與此同時，主要受中價車位成交所帶動，車位市場交易快速增長。

圖B3.5
各類非住宅物業的成交價格分布



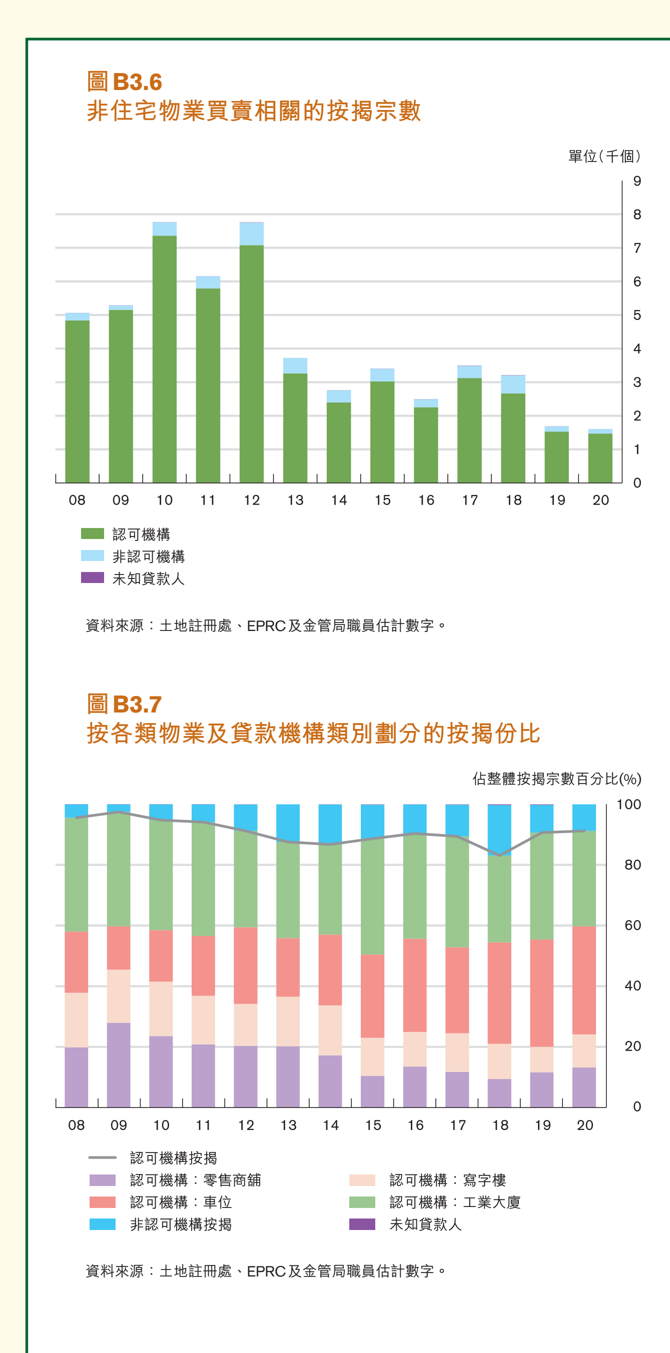
註：縱軸為各類物業在各自的類別中的成交量百分比。
資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。

按揭

在按揭貸款方面，我們現在可以窺探非銀行機構於非住宅物業的貸款業務。非銀行金融機構除了承造住宅物業按揭貸款外，一如預期亦有提供非住宅物業按揭貸款（圖3.6）。[46] 不過以宗數計，非銀行金融機構的市佔率仍然細小（圖B3.7）。換句話説，大部分非住宅物業按揭仍然由認可機構承造，當中車位按揭的比例有上升趨勢。

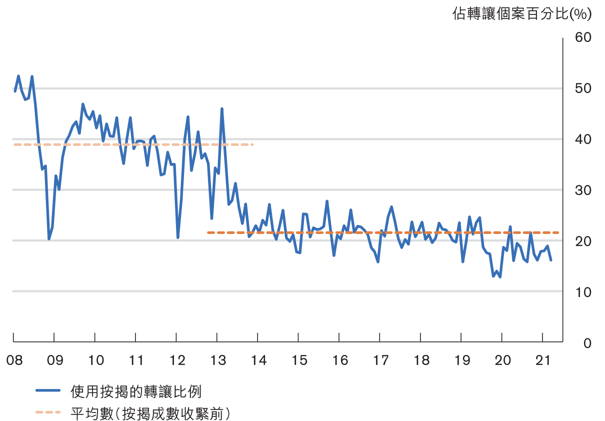
[45] 我們利用成交數據中的合約價值（成交價）進行特徵迴歸(hedonic regression)，對車位的地區及類型（例如電單車、貨車）這些變量作控制，以估算二手獨立車位的價格指數。

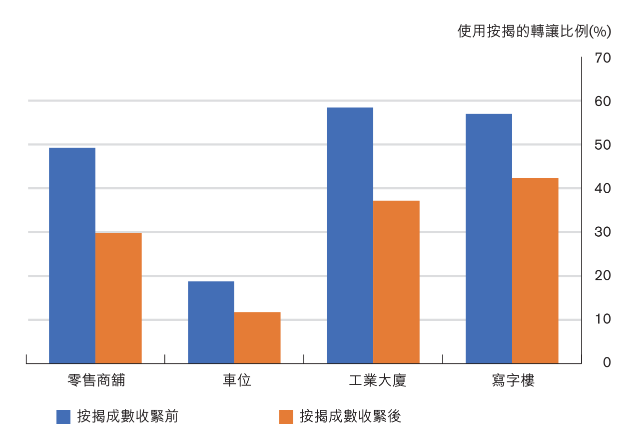
[46] 為簡單起見，我們只計算物業買賣相關的首次按揭貸款，並撇除該買賣後的再按揭貸款。



對金融穩定的啟示

我們的新數據除了有助完善市場監察外，亦對金融穩定提供啟示。我們的初步分析顯示，非住宅物業市場疲弱不會對本地銀行穩定構成重大風險。[47] 首先，在2013年收緊按揭成數上限後，按揭的使用量顯著下降至僅佔轉讓個案總數約20%（圖B3.8），由此可見銀行的風險承擔已受到限制。在物業市場亢奮的情況下，金管局於2013年2月推出第六輪宏觀審慎監管措施。當中，各類工商業物業按揭成數上限下調10個百分點。第二，收緊按揭成數（即宏觀審慎監管措施）對非住宅物業的各主要類別均有廣泛影響（圖B3.9）。[48] 第三，最新數據顯示近期按揭使用率仍然低企（圖B3.8）。





[47] 尤其2018年至2020年期間的寫字樓及零售商舖的價格最大跌幅分別達29%及17%。與此同時，所有認可機構的特定分類貸款總額佔貸款總額百分比僅從0.55%微升至0.90%。

[48] 值得注意的是，車位按揭使用量的減幅相對其他類別的非住宅物業為小，可能是因為車位的總價通常遠低於其他非住宅物業類型。無論如何，車位的買家通常較少倚賴按揭。

結語

本專題利用交易層面數據研究非住宅物業市場的發展。我們發現這些大數據能為非住宅物業市場監察及金融穩定分析提供嶄新的見解。我們現在可以分辨出四大非住宅物業類別(包括獨立車位)的成交價格及交投情況,得知它們的周期大致同步,亦可深入了解它們的成交價格分布。非銀行金融機構除承造住宅物業按揭外,也提供非住宅物業按揭貸款,然而其市佔率仍然細小。我們的分析顯示,非住宅物業市場疲弱不會對銀行穩定構成重大風險,因為在2013年透過第六輪宏觀審慎監管措施收緊按揭成數上限後,銀行的風險承擔已受到限制,而最新數據亦顯示按揭使用率依然低企。

5. 銀行業表現

儘管經濟環境在2021年上半年顯著復甦，零售銀行的盈利受低息環境影響而有所下降。然而，香港銀行業在穩健的資本及流動性狀況下依然保持穩健，資產質素按歷史及國際標準衡量亦保持良好。回顧期內銀行信貸亦恢復增長，為經濟復甦提供支持。展望未來，經濟復甦的步伐和幅度仍因為疫情的發展而存在不確定性。加上主要經濟體未來貨幣政策的步伐和方向存在變數，以及中美關係持續緊張可能影響營商環境，這些風險因素將繼續對香港銀行業構成挑戰。鑑於家庭及企業債務水平在疫情期間有所上升，銀行應保持警惕並仔細評估相關風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

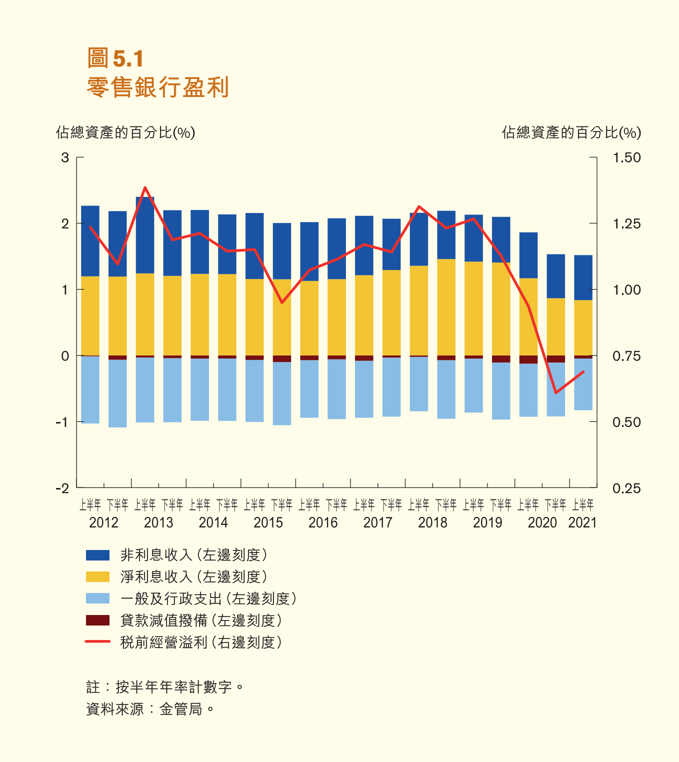
5.1 盈利及資本額

盈利

2021年上半年，零售銀行[49]整體税前經營溢利較2020年同期下跌19.8%。資產回報率在2021年上半年亦相應下跌至0.69%，而2020年同期為0.94%（圖5.1）。

盈利下跌主要是由於淨利息收入減少。在2021年上半年，零售銀行的淨息差由上年同期的1.37%收窄至0.98%（圖5.2）。淨利息收入減少的幅度，完全抵銷了非利息收入增長及貸款減值撥備顯著減少所帶來的正面影響。

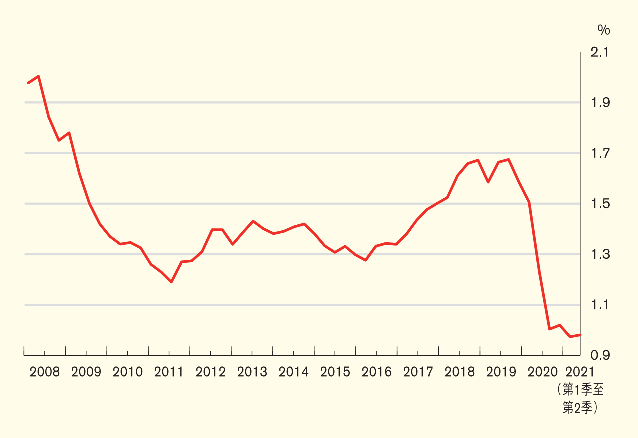
圖5.1
零售銀行盈利



註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

[49] 除另有説明外，本章所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖 5.2
零售銀行的淨息差

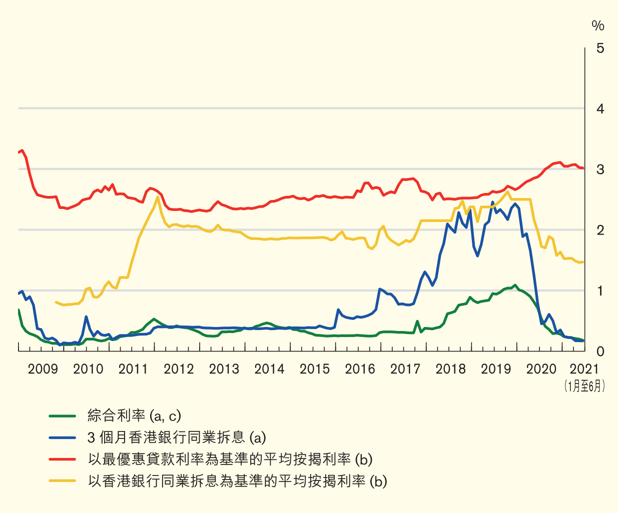


註：按季度年率計數字。
資料來源：金管局。

鑑於港元流動性充裕，香港銀行同業拆息在2021年上半年進一步走軟。其中，3個月香港銀行同業拆息在上半年下跌18個基點至2021年6月底的0.17%(圖5.3中的藍線)。

回顧期內，由於部分主要零售銀行[50]下調港元定期存款利率，港元零售存款利率亦相應下跌。綜合利率(衡量零售銀行平均港元資金成本的指標)由6個月前的0.28%進一步下降至2021年6月底的0.18%，反映銀行同業間借貸成本及零售資金成本下降。

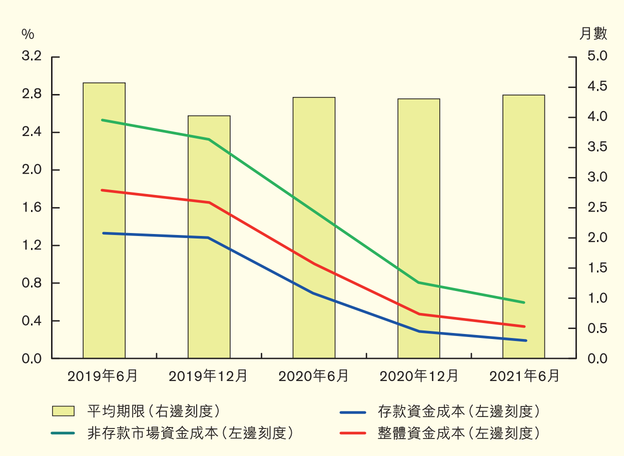
圖 5.3
利率



註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
(c) 由2019年6月起，綜合利率已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作嚴格比較。
資料來源：金管局及職員估計數字。

從更廣泛的角度來看，本港持牌銀行的整體港元及美元資金成本在2021年上半年輕微下跌14個基點(圖5.4中的紅線)。

圖 5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



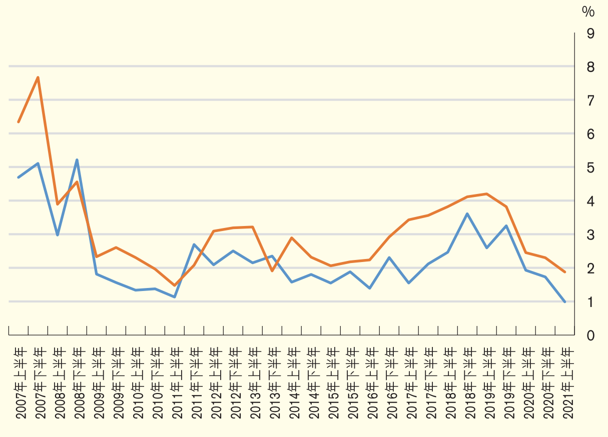
註：自2019年6月起，所有須遵守本地新的銀行帳內的利率風險框架的持牌銀行已根據新框架提交申報表，而獲豁免的持牌銀行則繼續根據現有的利率風險框架提交申報表。整體資金成本和期限已按此兩類持牌銀行相關數字作加權平均值計算得出。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作直接比較。
資料來源：金管局。

回顧期內銀行淨息差相比其資金成本出現較大的跌幅，反映主要央行為應對新型冠狀病毒疫情而採取前所未有的寬鬆貨幣政策，導致銀行盈利資產的收益率

50 雖然多家虛擬銀行已於2020年開始營運，並推出具吸引力的客戶存款利率，但其業務規模在2021年上半年仍然相對較小。

受到顯著的抑制。香港銀團貸款市場的數據亦顯示，公司貸款的平均貸款利率自2020年初以來顯著下降（圖5.5）。

圖5.5
銀團貸款平均貸款利率



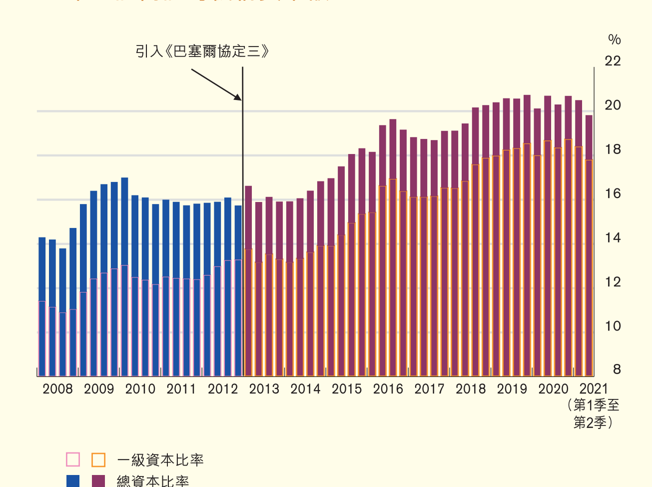
註：銀團貸款的平均貸款利率按貸款額加權計算，而貸款的貸款利率則指利率差距與相應的參考利率之和。
資料來源：金管局職員根據LoanConnector數據作出的估計數字。

由於全球低息環境可能繼續令銀行的淨息差受壓，銀行盈利的短期前景將繼續面對挑戰。此外，全球疫情發展存在變數，加上中美關係持續緊張亦可能打擊企業信心，影響當前全球經濟復甦的步伐。這些風險因素一旦加劇，或會對銀行的資產質素產生不利影響，令盈利受壓。

資本額

香港銀行業的資本額仍然穩健，並遠高於最低國際標準。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2021年6月底處於19.8%的高位，遠高於8%的國際最低要求（圖5.6）。期內一級資本比率為17.8%，其中15.9%為普通股權一級（CET1）資本。此外，本地註冊認可機構的槓桿比率[51]於2021年6月底維持在7.9%的穩健水平，超過3%的法定最低水平。

圖5.6
本地註冊認可機構資本額



註：
1. 綜合狀況。
2. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵守經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定三》。因此，自2013年3月起的資本比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

5.2 流動性及利率風險

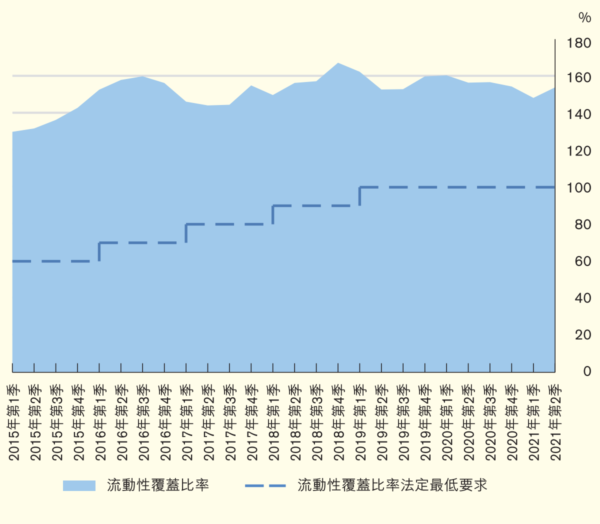
流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」[52]要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率於2021年第2季維持在154.0%的高位（圖5.7），該比率仍遠高於100%的法定最低要求。同期，第2類機構的平均流動性維持比率為58.1%，亦遠高於25%的法定最低要求。

[51] 《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，目的是為防止銀行體系過度槓桿。詳情請參閱《銀行業（資本）規則》（香港法例第155L章）。

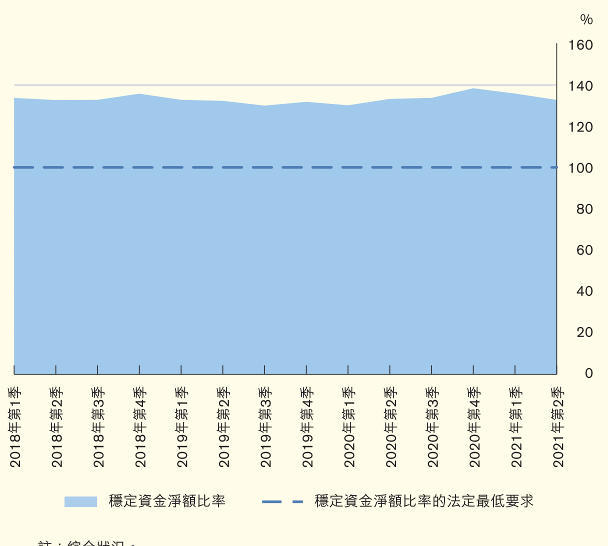
[52] 《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的優質流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率。詳情可參閱金管局的《監管政策手冊》單元LM-1「流動性風險監管制度」。

圖 5.7
流動性覆蓋比率



註：
1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。
資料來源：金管局。

圖 5.8
穩定資金淨額比率

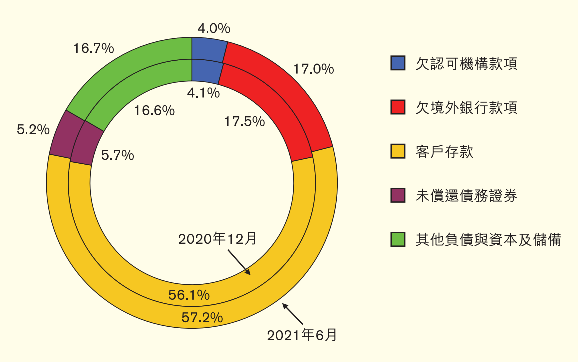


註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

在「穩定資金淨額比率」[53]規定下最近期的比率數字亦顯示認可機構的資金狀況穩定。第1類機構的平均穩定資金淨額比率於2021年第2季維持在132.6%的高位（圖5.8），遠高於其100%的法定最低要求。第2A類機構的平均核心資金比率維持在142.7%的高位，亦高於其75%的法定最低要求。認可機構流動性充裕及資金狀況穩健，表明香港銀行業能夠承受流動性衝擊。

客戶存款仍是認可機構的主要資金來源，反映銀行體系維持穩定的資金結構。在2021年6月底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例由6個月前的56.1%上升至57.2%（圖5.9）。

圖 5.9
所有認可機構的負債結構

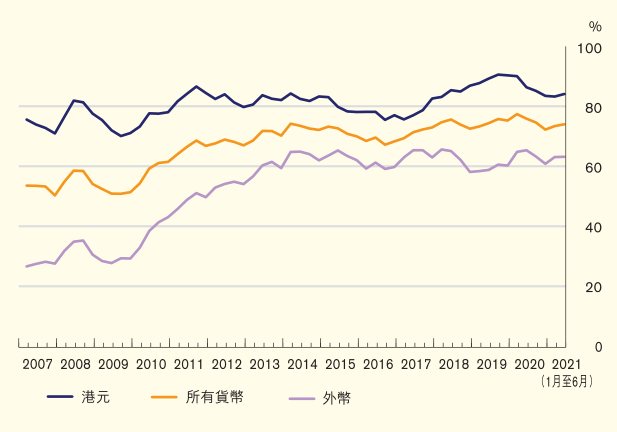


註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

[53] 《巴塞爾協定三》的平均穩定資金淨額比率要求銀行在資產組合和表外業務中保持穩定的資金狀況。在香港，第1類機構須遵守平均穩定資金淨額比率規定，而被指定為第2A類機構的第2類機構須遵守本地的核心資金比率規定。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第155Q章）。

由於港元和外幣貸款及墊款的增長速度均快於它們對應的存款增長，所有認可機構的平均港元貸存比率及外幣貸存比率在2021年6月底分別上升至84.2%及63.3%，而2020年年底分別為83.5%及61.0%（圖5.10）。整體而言，所有認可機構以所有貨幣計算的平均貸存比率由6個月前的72.3%上升至2021年6月底的74.1%。

圖5.10
所有認可機構的平均貸存比率

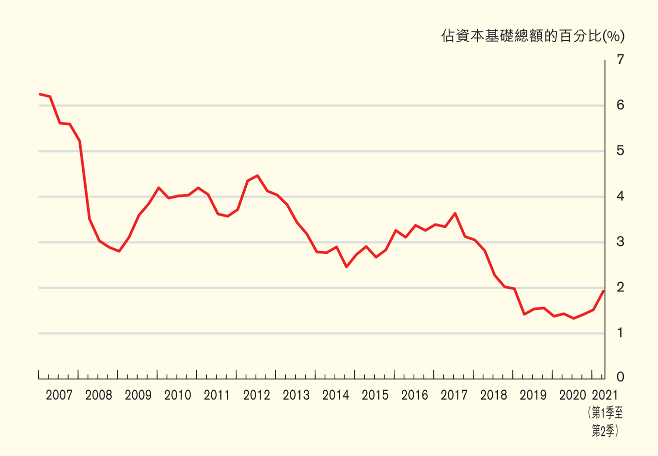


註：季度末的數字。
資料來源：金管局。

利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔於2021年第2季維持於相對較低水平。假設在港元及美元利率上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，估計相當於其在2021年6月底資本基礎總額的1.93%（圖5.11）[54]。

圖5.11
港元及美元利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響



註：
1. 利率衝擊指港元及美元利率曲線均有200個基點的平行式上升對機構利率風險承擔的衝擊。在2021年6月底，本地註冊持牌銀行的利率敏感資產、利率敏感負債及利率敏感資產負債表外持倉，大部份均以港元或美元計價。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳的經濟價值的影響[55]，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。
3. 由2019年6月起，利率風險承擔已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作嚴格比較。

資料來源：金管局。

5.3 信貸風險

概述

受本地經濟環境改善帶動，加上本年6月底新股認購貸款的效應，銀行貸款總額在2021年上半年錄得顯著擴張。銀行貸款組合的資產質素於回顧期內保持穩健及穩定。

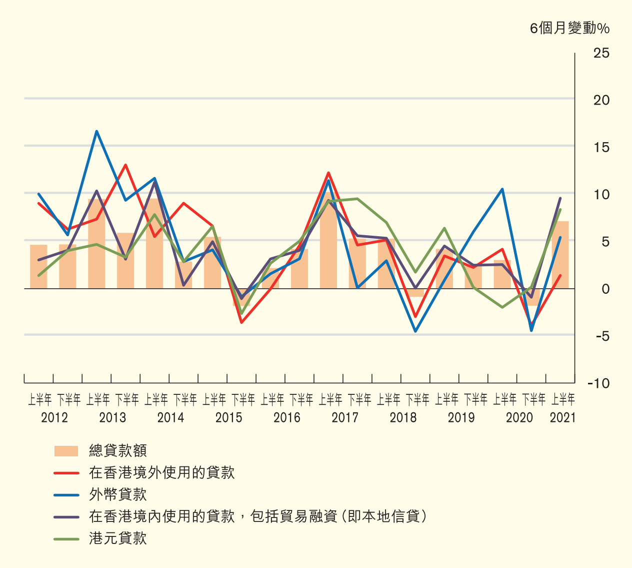
以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額在2020年下半年下跌1.8%後，在2021年上半年顯著增長7.2%（圖5.12）。撇除6月底新股認購貸款的效應，貸款及墊款總額於回顧期內的增長則是4.4%。貸款總額的增長（在撇除新股認購貸款後）主要受本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）增長5.6%[56] 所帶動，而在香港境外使用的貸款同期亦上升1.8%。

[54] 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

[55] 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構只須填報銀行帳的持倉。其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

[56] 如果將新股認購貸款包括在內，本地貸款於2021年上半年增長9.4%。

圖 5.12
貸款增長



註： 由2018年12月起，在香港境內／境外使用的貸款的數字已作出重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。圖中所報告的自2019年起的6個月變動百分比，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史變動百分比，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。
資料來源：金管局。

信貸需求前景短期內很可能保持穩定。金管局2021年6月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，預期其後三個月貸款需求維持不變的受訪認可機構比例由6個月前的50%上升至67%，而預期同期貸款需求將會下降的比例減少至3%。(表5.A)

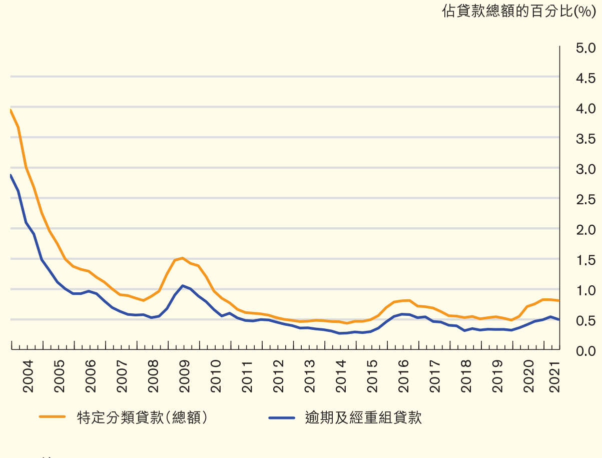
表 5.A
預計未來3個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比(%)	2020年9月	2020年12月	2021年3月	2021年6月
顯著增加	0	3	7	7
略為增加	33	33	30	23
保持平穩	43	50	57	67
略為下降	23	13	7	3
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

銀行貸款組合的資產質素於2021年上半年保持穩定。所有認可機構的總特定分類貸款比率由6個月前的0.9%微跌至2021年6月底的0.86%，而所有認可機構的逾期及經重組貸款比率同期由2020年12月底的0.57%微升至0.58%。就零售銀行而言，總特定分類貸款比率與6個月前相比微跌至0.81%，而逾期及經重組貸款比率微升至0.50%(圖5.13)。整體而言，這些比率按歷史標準及國際標準衡量，均處於較低水平。

圖 5.13
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

個人貸款[57]

2021年上半年家庭負債增長4.4%，增速略高於2020年下半年3.9%，但較2019年的增速為低(表5.B)。其中私人貸款增長由2020年下半年的2.2%加快至2021年上半年的5.3%，而住宅按揭貸款增速則由4.7%放緩至4.0%。

[57] 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為由金融資產作抵押的私人銀行和財富管理客戶貸款、信用卡墊款及無抵押的私人貸款。於2021年6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為31.6%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

表 5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

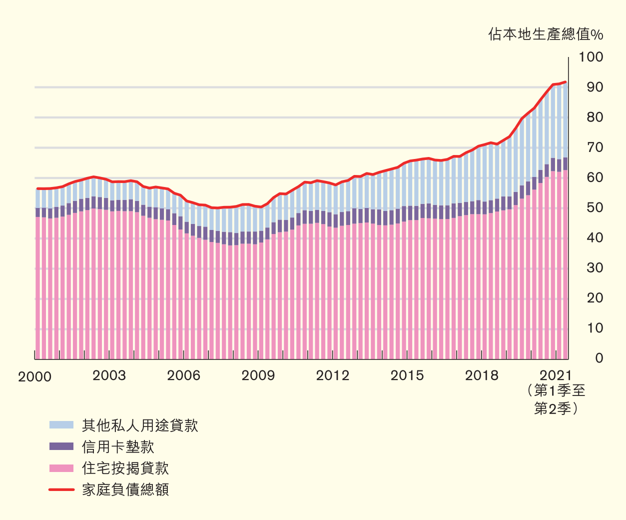
(%)	2018年 上半年	2018年 下半年	2019年 上半年	2019年 下半年	2020年 上半年	2020年 下半年	2021年 上半年
住宅按揭貸款	4.5	2.8	4.7	5.5	3.5	4.7	4.0
私人貸款	7.3	5.1	11.2	5.9	-2.4	2.2	5.3
其中：							
信用卡墊款	-5.0	10.6	-3.8	4.1	-9.0	0.0	-0.4
其他私人用途貸款	10.5	3.9	14.9	6.2	-1.1	2.6	6.4
個人貸款總額	5.4	3.5	6.8	5.6	1.5	3.9	4.4

註：
1. 由2018年12月起，個人貸款的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。表中所示的自2019年上半年起的增幅數字，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史增幅，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。
2. 由於認可機構先前提交數據分類問題，由2017年起的個人貸款數據已被修訂。

資料來源：金管局。

相較於2020年下半年，2021年上半年家庭負債佔本地生產總值的比率微升0.8個百分點至91.8%（圖5.14）。上升原因是家庭負債增加（貢獻4.0個百分點），但大部份被名義本地生產總值反彈所抵銷（貢獻-3.2個百分點）。

圖 5.14
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份

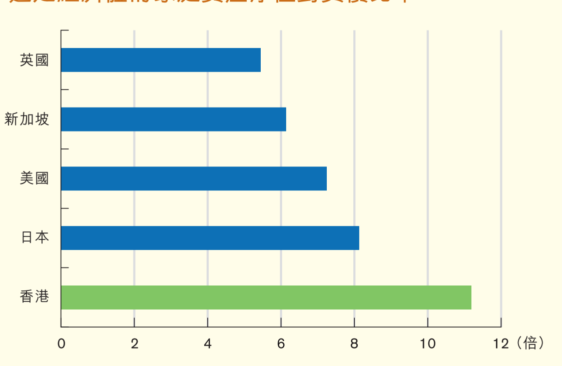


註：
1. 僅包括認可機構提供的借款。
2. 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續4個季度本地生產總值的總和。
3. 由2018年12月起，家庭負債的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。
4. 由於認可機構先前提交數據分類問題，由2017年起的個人貸款數據已被修訂。

資料來源：金管局。

雖然家庭負債佔本地生產總值的比率經常被用作評估家庭的財務狀況的簡單指標，但要作全面評估，仍需考慮家庭的整體資產負債狀況，包括資產水平及資產與負債的結構。就此而言，2019年香港的家庭資產淨值對負債比率及家庭安全資產對負債比率分別處於11.2倍及2.88倍的高位（圖5.15和5.16），遠高於大多數其他發達經濟體，顯示香港家庭整體財務狀況穩健，有強大緩衝抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

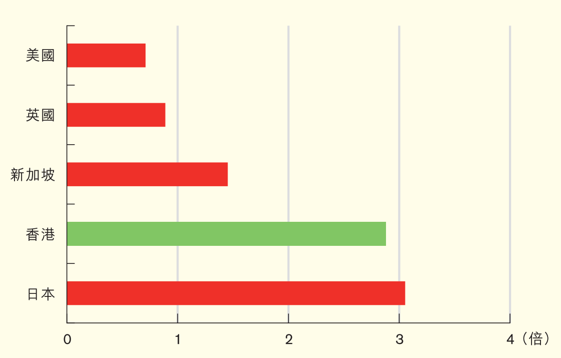
圖 5.15
選定經濟體的家庭資產淨值對負債比率



註： 日本的數字為截至2018年年底的數字，其他地區的數字則為截至2019年年底的數字。

資料來源：金管局職員估計數字，以及其他經濟體的統計機構或中央銀行數字。

圖 5.16
選定經濟體的家庭安全資產對負債比率



註： 安全資產包括存款以及硬幣和紙幣（如有數據）。就香港而言，安全資產僅包括存款。日本的數字為截至2018年年底的數字，其他所有報告的數字則為截至2019年年底的數字。

資料來源：金管局職員估計數字，以及其他經濟體的統計機構或中央銀行數字。

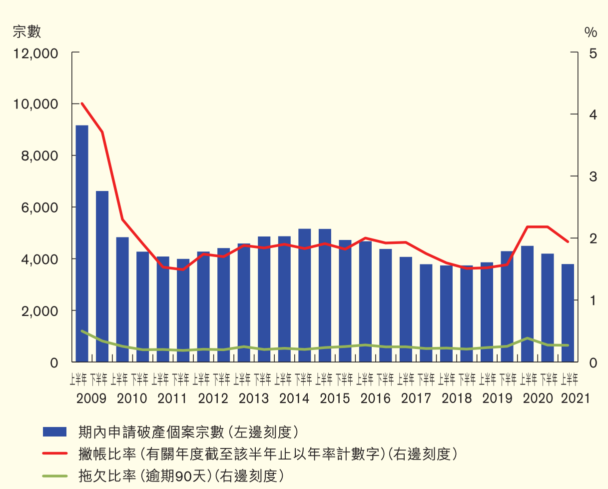
考慮到這些貸款的審慎風險管理及良好信貸質素，金管局認為涉及的信貸風險屬可控水平。超過九成的家庭負債為有抵押貸款，主要為住宅按揭貸款及以金融資產作抵押的財富管理墊款。

在住宅按揭貸款方面，自金管局2009年推出逆周期宏觀審慎監管措施以來，新批按揭貸款的平均按揭成數和平均「供款與入息比率」均處於健康水平。在以金融資產作抵押，為財富管理客戶提供的私人貸款方面，金管局一直要求銀行對此類業務採取審慎及有效的信貸風險管理措施，包括為各類金融資產抵押品訂立審慎的最高貸款與估值比率、實行有效的追加保證金、以及強制平倉的機制等。

此外，金管局也要求銀行審慎經營信用卡及個人無抵押貸款業務。銀行在審批信貸申請時，須了解借款人的信貸及財務狀況，仔細評估他們的還款能力。銀行同時須採取有效的貸後監控，包括定期對貸款組合進行資產質素評估。金管局會繼續密切留意銀行貸款質素的變化。

就無抵押個人貸款方面，相關的信貸風險於回顧期內仍然受控。2021年上半年的破產申請個案較半年前有所減少（圖5.17）。按年率計的信用卡撇帳比率由2020年第4季的2.18%下跌至2021年第2季的1.94%，而同期的拖欠比率徘徊在0.27%，與前兩季的水平相若。

圖5.17
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

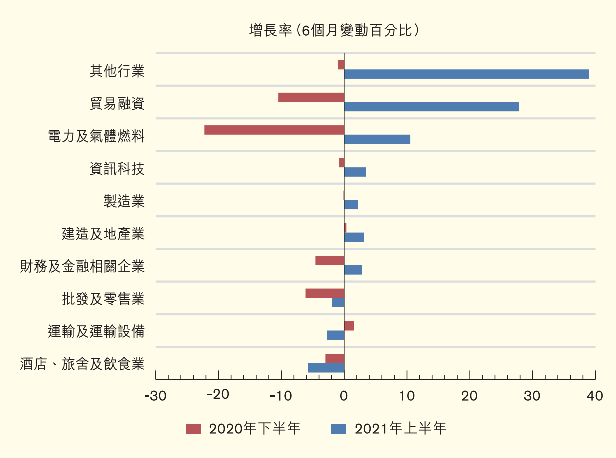


資料來源：破產管理署及金管局。

公司貸款[58]

在經濟環境有所改善的背景下，2021年上半年本地公司貸款（不包括6月底的新股認購貸款）顯著增長6.2%[59]（圖5.18）。按行業分析，部分反映在全球經濟復甦下香港商品出口表現強勁，貿易融資貸款於2021年上半年大幅增長27.9%。然而，受疫情重創的行業，包括批發及零售、住宿服務、運輸等，其貸款增長仍然低迷。

圖5.18
個別行業的本地公司貸款增長



資料來源：金管局。

中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，中小企對銀行貸款批核取態的觀感在2021年第2季進一步改善，認為銀行貸款批核取態與6個月前相比「較困難」的受訪者比例由前一季的30%下降至28%（圖5.19）。而在已獲批貸款的受訪者中，有3%表示銀行的取態有所收緊，而第1季為7%（圖5.20）。

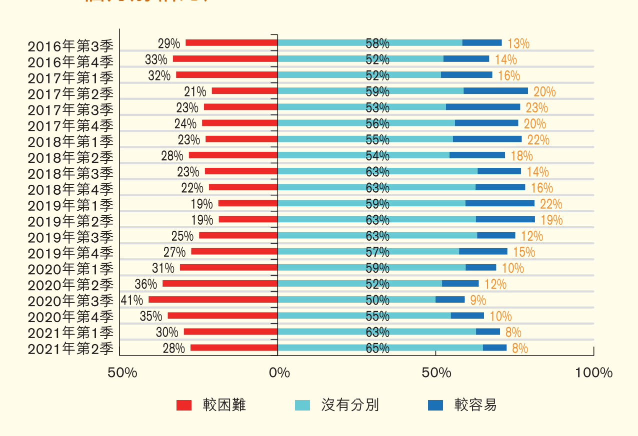
為繼續支援中小企，金管局將「預先批核還息不還本」計劃延長至2022年4月。綜合「還息不還本」計劃及銀行在疫情爆發後推出的其他措施，截至2021年7月底，銀行共批出超過74,000宗「還息不還本」及其他延長貸款還款期等個案，涉及金額合共約8,600億港元。「預先批核還息不還本」計劃的參與率

58 不包括銀行同業貸款。於2021年6月底，公司貸款佔本地貸款的比例為68.3%。

59 若將2021年6月底的新股認購貸款包括在內，本地公司貸款在2021年上半年增長11.9%。

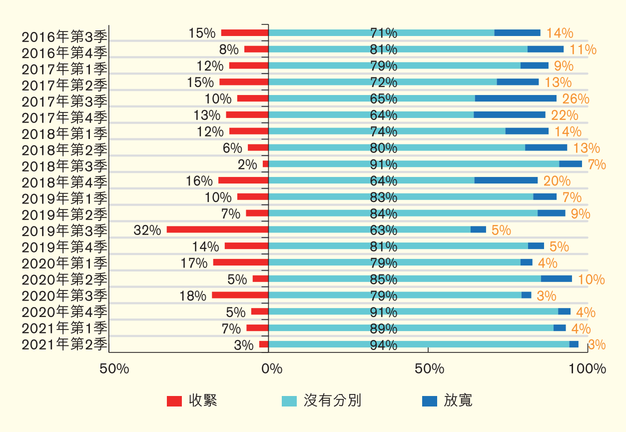
由上年5月首次推出時的16%，進一步下降至2021年7月的2.4%，反映中小企對援助措施的需求可能隨著香港經濟復甦而下降。此外，香港按揭證券有限公司（按證公司）將「百分百擔保特惠貸款」的申請期延長至2022年6月30日。截至2021年7月底，「百分百擔保特惠貸款」已批出超過40,000宗申請，涉資超過650億港元。金管局以確保銀行體系穩健為前提，將不時檢討進一步延長各項措施的方案[60]。

圖5.19
中小企對銀行貸款批核取態（即難易程度）的觀感（與六個月前相比）



註：撇除回答「沒意見／不知道」的受訪者。
資料來源：金管局。

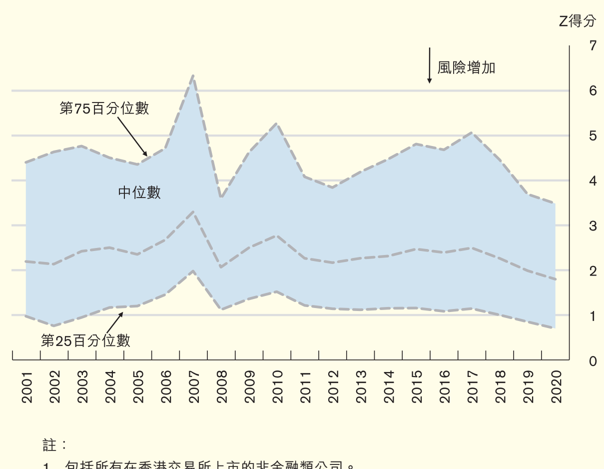
圖5.20
中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動



註：僅包括已獲批貸款的受訪者。
資料來源：金管局。

根據評估在香港上市的所有非金融類公司的最新會計數據顯示，由於疫情持續打擊公司的財務基礎，上市公司的財務狀況在2020年略為轉差。其中，Altman的Z得分（一項衡量非金融類公司違約風險的指標）在2020年普遍下跌，顯示這些公司的財務狀況普遍轉差（圖5.21）。

圖5.21
香港非金融類上市公司的Altman的Z得分

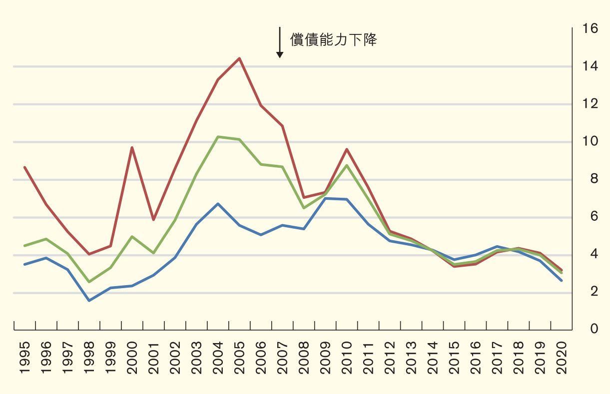


註：
1. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。
2. 所有數字以截至2021年8月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博彙編的估算值進行計算。

與Altman的Z得分出現下降一致，本港上市非金融類公司的償債能力於同期亦有所轉差。大致反映疫情期間公司盈利普遍有所下降，本地和非本地公司的加權平均利息覆蓋率亦有所下降（圖5.22中的藍線及紅線）。

[60] 政府於9月21日宣布進一步優化「中小企融資擔保計劃」下的支援措施，「八成信貸擔保產品」、「九成信貸擔保產品」及「百分百擔保特惠貸款」的還息不還本安排，將由最多18個月增加至最多24個月，還息不還本安排的申請期，也一併延長至2022年6月底。

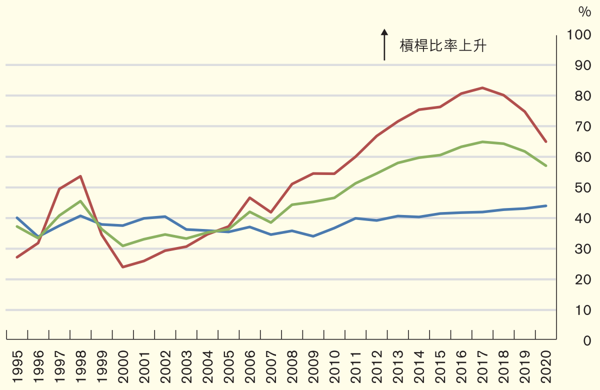
圖 5.22
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



註：
1. 加權平均數。
2. 利息覆蓋率按息稅前利潤除以利息支出總額計算。數值下降表示債務負擔能力轉差。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2021年8月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

儘管如此，由於非本地公司持續去槓桿化（圖5.22中的紅線），香港上市非金融類公司的公司槓桿（以加權平均負債與股東權益比率衡量）在2020年溫和下降（圖5.23中的綠線）。雖然本地公司的平均槓桿比率輕微上升（圖5.23中的藍線），但當前水平應不會引發即時性的系統性風險。

圖 5.23
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 加權平均數。
2. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2021年8月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

值得注意的是，由於會計數據發布有所滯後，以上評估未能反映2021年上半年經濟狀況改善對公司財務基礎帶來的正面影響。有跡象顯示，近期經濟狀況改善，加上紓困措施的政策效果，降低了公司違約風險，尤其公司強制清盤的提交呈請書的數目由2020年下半年的255宗減少至今年上半年的236宗。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的內地相關貸款總額由2020年底的45,480億港元（佔總資產的15.6%）上升7.3%至2021年6月底的48,810億港元（佔總資產的16.3%）（表5.C）。其他非銀行類客戶風險承擔則上升8.1%至19,710億港元（表5.D）。

表 5.C
內地相關貸款

十億港元	2020年9月	2020年12月	2021年3月	2021年6月
中國內地相關貸款	4,827	4,548	4,747	4,881
中國內地相關貸款（不包括貿易融資）	4,523	4,287	4,435	4,501
貿易融資	304	261	312	380
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,882	1,733	1,776	1,769
本地註冊認可機構*	2,208	2,043	2,157	2,262
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	737	772	814	850
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,978	1,804	1,959	1,980
中國內地民營企業	1,371	1,312	1,440	1,509
非中國內地企業	1,478	1,432	1,348	1,392

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入賬的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

表 5.D
其他非銀行類客戶風險承擔

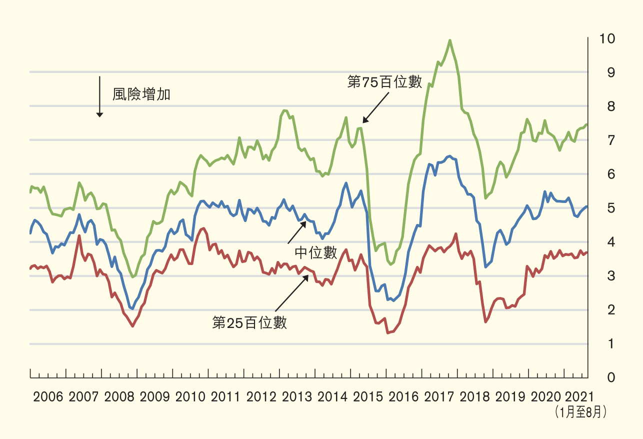
十億港元	2020年9月	2020年12月	2021年3月	2021年6月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	1,232	1,350	1,368	1,461
資產負債表外的風險承擔	434	473	492	510
總計	**1,666**	**1,823**	**1,860**	**1,971**

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

所有認可機構[61]的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率由2020年底的0.96%下降至2021年6月底的0.84%，大致反映內地經濟顯著復甦。

與總特定分類貸款比率下跌一致，違約距離指數[62]（一項根據市場資料計算並具前瞻性的指標）亦繼續顯示內地企業的違約風險趨於穩定。具體而言，違約距離指數的第75百分位數及第25百分位數徘徊在與六個月前相若的水平（圖5.24）。

圖5.24
內地企業的違約距離指數



註： 違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

儘管如此，內地部分省份爆發Delta變種病毒顯示疫情發展存在變數，加上中美關係持續緊張，內地經濟可能因此面臨阻力。銀行應對其內地相關貸款的信貸風險管理保持警惕。

信貸風險宏觀壓力測試[63]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能抵禦嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.25使用截至2021年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊[64]下，零售銀行於2023年第2季的模擬信貸虧損比率。

根據在受壓情況下的估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，預期平均信貸虧損將處於溫和水平，介乎0.57%（利率衝擊）至1.29%（香港本地生產總值衝擊）之間。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的信貸虧損比率（置信水平為99.9%）介乎1.99%（利率衝擊）至3.86%（香港本地生產總值衝擊）之間，幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%的估算貸款虧損。

---

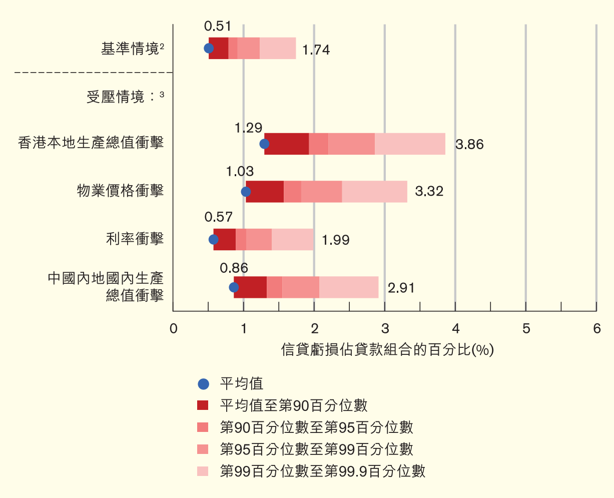
[61] 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

[62] 違約距離是根據市場資料計算的違約風險指標，建基於R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

[63] 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，該模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

[64] 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

圖 5.25
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值[1]



註：
1. 有關評估將2021年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分布。
2. 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情境：
   香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2021年第3季至2022年第2季連續4季各自分別減少2.7%、2.4%、1.7%及1.6%。
   物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2021年第3季至2022年第2季連續4季平均而言每季減少約12%。
   利率衝擊：實質利率(香港銀行同業拆息)於第1個季度(即2021年第3季)上升300基點，於第2及3個季度保持不變，於第4個季度(即2022年第2季)則再上升300基點。
   中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值按年平均增長率由2021年第3季起的4個季度為2%。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

由於經濟狀況有所改善，加上紓困措施帶來的政策效應，香港銀行業面對的系統性風險於回顧期內仍然受控。

然而，全球經濟復甦的步伐仍存在不確定因素，特別是疫情發展仍未明朗、主要經濟體的貨幣政策步伐及方向存在變數、地緣政治風險等因素帶來的影響。這些環球經濟的下行風險可能會對銀行管理其貸款組合的相關信貸風險構成挑戰。

具體而言，由於Delta變種病毒出現廣泛傳播，市場日益憂慮疫情再次爆發。若限制措施因應疫情反彈而需要再度收緊，或會拖慢公司業務的復甦步伐。值得注意的是，由於許多公司的現金緩衝已經較以往減少，市場可能會憂慮它們能否抵禦疫情持續帶來的影響。因此，銀行應維持審慎的信貸風險管理，以及評估隨後的疫情發展對其公司借款人財務基礎的潛在影響。

另一個需要關注的下行風險因素，是未來貨幣政策的步伐及方向存在變數。如果全球通脹水平(尤其美國)持續高企的時間較預期長，貨幣政策收緊可能會較預期提前發生。尤其在疫情反覆下，公司及家庭的償債能力有所減弱，可能會使銀行貸款組合的信用風險受到考驗。

地緣政治風險，尤其是與中美關係緊張相關的風險，仍需密切監察。兩大經濟體之間的緊張關係一旦加劇，可能對營商環境乃至香港銀行業產生不利影響。

儘管如此，香港銀行業穩健的資本及流動性狀況，應能提供強大緩衝以抵禦上述的下行風險。

從較長遠的角度來看，氣候變化是其中一項影響金融穩定的新類型風險。例如，實現低碳經濟轉型過程中一旦發生失序的狀況，這或會增加金融體系的不穩定性。專題4基於亞太區銀團貸款的樣本進行分析，發現自《巴黎協定》以來，區內銀行在定價重度碳排放經濟部門公司的貸款時，已開始考慮氣候轉型風險的因素。這研究結果顯示銀行業已開始將氣候風險因素納入現有的風險管理架構。

然而，由於氣候風險[65]性質獨特，而且相關的數據依然缺乏，管理氣候風險的工作仍相當艱巨。銀行在考慮及制定自身的風險管理方法時，應需掌握氣候風險管理實踐的最新發展。在此方面，金管局正積極與銀行業合作，協助認可機構將氣候風險管理措施納入其營運範疇。

---

[65] 氣候風險(包括實體及轉型風險)是多項因素(例如大自然、科技及社會)相互影響而形成，因此本質上包含很大的不確定性，動輒出現轉變。此外，與傳統風險類別相比，氣候風險容易出現非線性及肥尾分布的特性。

香港的逆周期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際協定的《巴塞爾協定三》標準的一部份，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。該緩衝可於經濟不景氣時運用，以便銀行能繼續提供信貸，藉以支持實體經濟。最新在2021年8月5日公布，適用於香港的CCyB比率為1.0%[66]。

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標(表5.E)，包括「緩衝資本參考指引」(根據信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距，為CCyB比率提供指引的衡量標準)[67]。然而，釐定香港適用的CCyB比率並非機械式的過程，金融管理專員除參考緩衝資本參考指引外，還會參考多項指標(「全面參考指標」)[68]。

就最新情況而言，基於2021年第1季數據計算所得的緩衝資本參考指引表明CCyB應為2.50%。根據作出決定時所有可得數據作出的預測顯示，在取得2021年第2季所有相關數據後，緩衝資本參考指引很大可能反映CCyB比率會低於此水平。

然而，從一系列全面參考指標，以及在2021年8月作出決定時可取得的所有相關資料顯示，香港經濟出現一些復甦跡象，但全球疫情仍持續反覆。金融管理專員認為現階段較適宜將CCyB比率維持於1.0%，並繼續觀察未來幾季的情況。

金融管理專員會繼續密切監察香港的信貸及經濟狀況，並會每季或更頻密地檢討CCyB比率。

[66] 詳情請參閱於2021年8月5日向認可機構發出的CCyB公布(https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-legislation-policies-and-standards-implementation/countercyclical-capital-buffer-ccyb/)。

[67] 信貸與本地生產總值差距即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，而物業價格與租金差距即住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

[68] 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

表5.E
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2021年1月28日	2021年5月17日	2021年8月5日
經發佈CCyB比率	1.0%	1.0%	1.0%
生效日期	28/1/2021	17/5/2021	5/8/2021
緩衝資本參考指引	2.5%	2.3%	2.5%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	2.2%	1.8%	2.5%
綜合CCyB指引	2.5%	2.3%	2.5%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	24.1%	23.9%	13.8%
物業價格／租金差距	9.0%	7.8%	10.3%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與無風險利率指標的息差*(百分點)	0.21%	0.18%	0.15%
特定分類貸款比率季度變動(百分點)	0.04%	0.07%	0.00%

註：
1. 各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發布日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據(有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1)。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發布，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度(通常接近季末)。
2. *金管局已檢討適當的無風險利率指標(先前定為「3個月隔夜指數掉期利率」)，並決定將銀行同業風險息差的定義修訂為3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差，此修訂自2017年4月起生效。

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行業的主要表現指標。

表5.F
銀行業的主要表現指標[1](%)

	6/2020	3/2021	6/2021
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2](季度平均數)	1.02	0.14	0.09
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	1.35	0.24	0.18
最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	3.98	4.86	4.91
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	3.65	4.76	4.82
綜合利率[4]	0.71	0.22	0.18
		所有認可機構	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	2.2	1.2	3.4
港元	2.7	2.7	4.8
外幣	1.8	-0.4	2.0
貸款總額	0.2	2.8	4.3
本地貸款[6]	-0.8	3.6	5.7
在香港境外使用的貸款[7]	2.5	0.9	0.8
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	-0.7	-8.0	-4.5
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	5.2	-0.8	2.5
資產質素			
佔貸款總額百分比[8]			
合格貸款	97.47	97.50	97.67
需要關注貸款	1.74	1.60	1.47
特定分類貸款[9](總額)	0.79	0.89	0.86
特定分類貸款(淨額)[10]	0.43	0.50	0.47
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.49	0.61	0.58
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額)[11]	0.94	0.88	0.84
流動性比率(綜合)			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構(季度平均數)	156.5	148.2	154.0
流動性維持比率 — 適用於第2類機構(季度平均數)	57.0	56.9	58.1
穩定資金淨額比率 — 適用於第1類機構	133.1	135.7	132.6
核心資金比率 — 適用於第2A類機構	138.1	142.3	142.7
		零售銀行	
盈利			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率(有關年度截至該月止以年率計)	0.13	0.03	0.05
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.37	0.97	0.98
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	42.0	49.6	51.9
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.04	0.04	0.04
信用卡貸款			
拖欠比率	0.39	0.28	0.27
撇帳率 — 按季年率計	2.82	2.08	1.87
— 有關年度截至該月止以年率計	2.18	2.08	1.94
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率(綜合)			
普通股權一級資本比率	16.6	16.4	15.9
一級資本比率	18.7	18.4	17.8
總資本比率	20.7	20.5	19.8
槓桿比率	8.2	8.1	7.9

註：
1. 除非另有説明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債(如港元不計息活期存款)。詳情載於金管局網站。
5. 季度變動。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金╱個別減值準備。
11. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

專題4
氣候相關的風險對銀行貸款定價的影響：基於亞太區銀團貸款市場的實證分析

引言

氣候變化議題在近年越來越受關注。世界各地的政策制定者已承諾共同致力應對氣候變化議題。最值得注意的是，超過190個國家已批准2015年《巴黎協定》。根據該協定，各國會致力使它們的溫室氣體排放量盡早封頂，然後推展在本世紀中葉之前達致碳中和的進程。由於公司的未來業務營運或會受到氣候政策及氣候相關技術變化的重大影響，實現低碳經濟轉型的過程很可能會對多個行業的公司產生巨大的財務影響。

實現低碳經濟轉型的過程亦可能對銀行產生重大影響。例如，政府可能會採用碳定價政策來推動公司減少溫室氣體排放。因此，銀行的公司借款人(尤其屬於排放量居前行業的公司借款人)未來的現金流及企業估值可能會大幅下降，進而增加銀行的貸款組合的信用風險。因此，我們有需要評估銀行的貸款決定有多大程度上考慮到氣候相關風險的因素，尤其是轉型風險[69]。

在此背景下，本專題評估亞太區的銀行有否將氣候相關的轉型風險，納入其貸款定價時的其中一項考慮因素。[70]

數據

為探討貸款定價有否考慮到轉型風險因素，本專題結合多個數據來源編製一個新的數據集，作為研究亞太區市場銀團貸款的樣本。該樣本亦會為銀團貸款借款人及貸款人的相應財務及環境影響特徵進行資料配對的步驟。數據來源簡述如下：

a. *銀團貸款與資產負債表數據*

我們的分析樣本涵蓋2010年至2021年3月期間在亞太區主要市場(即用於撥支貸款的主要資金來源地區)安排的銀團貸款。貸款層面資訊取自*Thomson Reuters LPC DealScan*數據庫。此外，借款人及貸款人的財務特徵取自*S&P Capital IQ*數據庫，並與銀團貸款數據作進一步的資料配對。

b. *碳排放數據*

我們採用公司的碳排放量[71]來衡量它們可能面對的轉型風險。公司的碳排放數據來自*S&P Trucost*數據庫。Trucost中的相關數據與溫室氣體議定書[72]列明的標準一致，其中包括公司的三類碳排放數據——即範疇1至範疇3的排放量。一般而言，範疇1排放包括公司在燃料燃燒活動中產生的直接排放，而範疇2排放包括與購買能源相關的非直接排放。範疇3排放包括在公司價值鏈中發生的所有其他非直接排放。由於公司的範疇3排放容易出現重複計算的問題，因此我們的分析並沒有考慮範疇3的排放。為進一步確保不同公司之間碳排放狀況的可比性，我們在衡量公司的碳排放水平時會除以其收入(亦稱為碳排放強度)。

[69] 轉型風險是在實現低碳經濟轉型的調整過程中可能產生的一類金融風險，例如包括由於氣候政策變化、技術變革或市場氣氛變化而引致的影響。

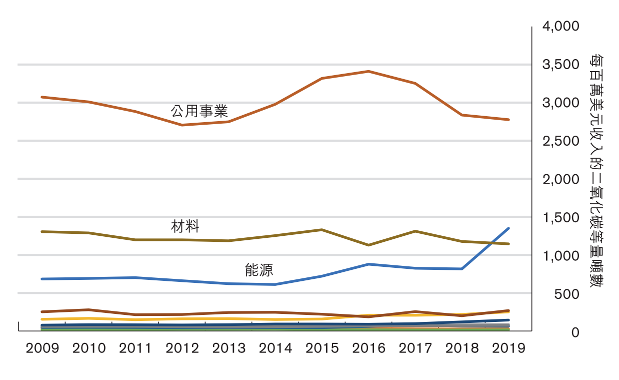
[70] 詳情請參閱Ho and Wong (2021)，《氣候相關的風險對銀行貸款定價的影響：基於亞太區銀團貸款市場的實證分析》，金管局研究備忘錄，2021/06(英文版本)。

[71] 鑑於二氧化碳在溫室氣體排放總量中佔主要部分，因此在本專題中，「碳排放」與「溫室氣體排放」兩詞會交替使用。

[72] 由世界資源研究所及世界可持續發展工商理事會共同設立的《溫室氣體議定書》，是一個全面的、環球適用的及標準化的會計準則框架，讓私人及公共部門能藉以衡量和管理包括其營運業務、增值鏈及減排項目等方面所產生的溫室氣體排放及影響。

圖B4.1顯示各經濟部門公司過往的平均排放強度。如圖所示，公用事業、材料及能源是排放量最多的數個經濟部門(以下稱它們為重度碳排放經濟部門組別)。這一觀察結果使我們探討重度碳排放經濟部門組別的借款人與其他經濟部門組別的借款人的轉型風險貸款定價是否存在差異，因為前者面對的轉型風險可能遠高於後者。

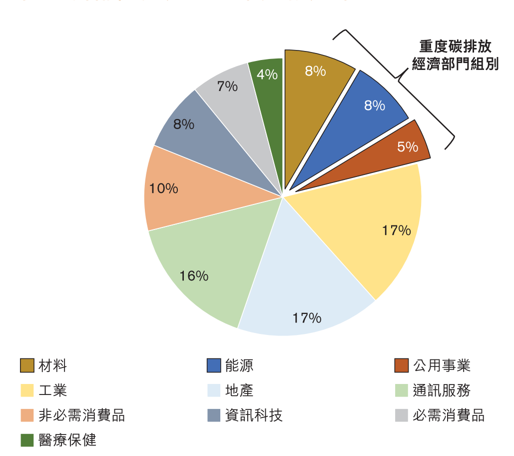
圖B4.1
各經濟部門範疇1及範疇2的平均碳排放強度



註： 按全球行業分類標準(GICS)，計算各經濟部門公司範疇1及範疇2的碳排放強度(以每百萬美元的二氧化碳當量噸數衡量)的平均值。其他經濟部門組別包括通訊服務、非必需消費品、必需消費品、金融、醫療保健、工業、資訊科技及地產。
資料來源：金管局職員根據S&P Trucost數據計算得出的數字。

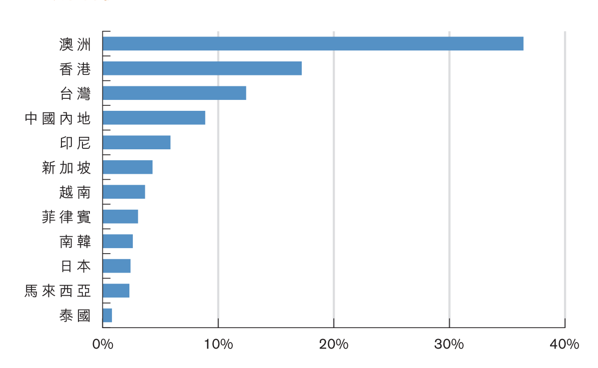
我們用於分析的最後樣本涵蓋2,842筆貸款，涉及704家借款公司及157家銀行。如圖B4.2所示，於樣本期內，向重度碳排放經濟部門組別公司提供的貸款在樣本的銀團貸款總額中佔相當的份額(21%)。相關銀團貸款主要在澳洲、香港及台灣市場作安排(圖B4.3)。

圖B4.2
按經濟部門劃分的樣本貸款分布



資料來源：金管局職員根據S&P capital IQ及S&P Trucost數據計算得出的數字。

圖B4.3
銀團市場向重度碳排放經濟部門組別借款人批出貸款所佔份額



註： 圖表顯示按銀團市場地區劃分的重度碳排放經濟部門貸款佔整體樣本貸款份額。銀團市場地區是指撥支該貸款的主要資金來源地區。
資料來源：金管局職員根據S&P Capital IQ及S&P Trucost數據計算得出的數字。

實證分析及結果

為評估銀行會否對碳排放強度較高的公司施加貸款風險溢價，在控制其他可能相關的貸款層面特徵、公司借款人及貸款人財務特徵後，我們將高碳排放公司面對的平均貸款利差與同一行業內碳排放強度較低的同類公司面對的平均貸款利差作比較。具體而言，我們應用以下迴歸模型：

$$y_{i,t} = \alpha + f_{i,t} + \beta_1 High_{CO2_{i,t-1}} + \beta_2 High_{CO2_{i,t-1}} * Paris_t + \mu Paris_t + \delta' Z_{i,t} + \gamma' X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

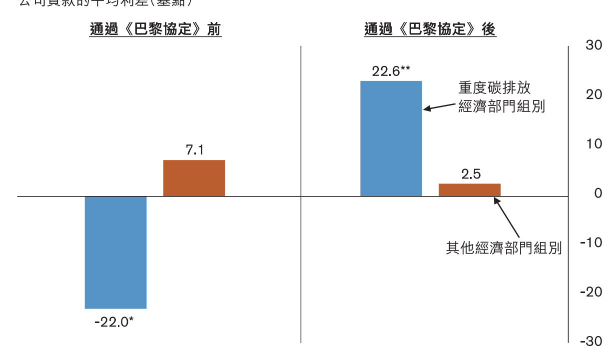
因變量($y_{i,t}$)代表在第t年批出的貸款i條款中施加在參考利率之上的貸款利差，該利差以基點為單位。$High_{CO2_{i,t-1}}$是一個虛擬變量，當借款公司於第t-1年的碳排放強度高於同一年的行業內平均水平，則取值為1。我們將該組公司借款人分類為「棕色」公司組別。$Z_{i,t}$是貸款層面特徵的向量，而$X_{i,t-1}$是借款人及貸款人財務特徵的控制變量。[73] 我們亦在迴歸模型加入不同維度的固定效應向量($f_{i,t}$)，這是用於控制銀行

[73] 貸款層面的控制變量包括貸款規模的對數、貸款期限、銀團中主辦銀行的數目，以及代表貸款有否包括金融契約或抵押品擔保的虛擬變量。借款人控制變量包括公司借款人的資產收益率、資產負債率、借款人總資產的對量，以及代表借款人是否為國家控制企業虛擬變量。貸款人控制變量包括主辦銀行集團(如多於一間主辦銀行)的平均盈利能力、一級資本比率及資產規模。

貸款成本中其他未觀察到的潛在差異。[74] 我們關注的是 $High_{CO2_{i,t-1}}$ 的系數，該系數反映相較於同一行業內其他類似的公司，在向「棕色」公司借款人貸款時銀行會施加的平均額外貸款利差。為進一步評估銀行在2015年12月通過《巴黎協定》之後，是否才開始在定價時考慮到轉型風險的因素，我們在迴歸中也加入一個時間虛擬變量 $Paris_t$（即如果貸款是在2016年及之後發放的，則為1，否則為0）及其與 $High_{CO2_{i,t-1}}$ 的交互作用項變量。

圖B4.4報告估算結果。[75] 圖中的條形柱表示在考慮所有相關控制變量後，相較於向「非棕色」公司的貸款利差，銀行向「棕色」公司貸款時所收取的貸款利差的估計平均差異。如前所述，我們分別對重度碳排放經濟部門組別（由藍色柱表示）及其他經濟部門組別（由橙色柱表示）的公司各自進行迴歸模型估計。

圖B4.4
向「棕色」公司與「非棕色」公司貸款時施加的利差的估計平均差異



註：
1. 各條形柱代表示向「棕色」公司收取的估計平均貸款利率，減去向同行業內「非棕色」公司收取的估計平均貸款利率的差異。
2. **、*分別代表1%及5%的統計顯著性水平。

資料來源：金管局職員計算數字。

我們的結果顯示，轉型風險對於兩組公司借款人所面對的貸款定價的影響存在頗大差異。就向重度碳排放經濟部門組別公司借款人發放的貸款（即圖中的藍色柱），銀行在通過《巴黎協定》之前似乎低估所發放貸款面對的轉型風險，因為「棕色」公司的估計借款成本相較於同行而言較低。然而，或因為全球的氣候相關風險意識在通過《巴黎協定》之後有所提高的緣故，銀行在同一期間向「棕色」公司收取的貸款利率平均高於「非棕色」公司，而估算的貸款利差平均差異達到23基點。[76] 值得注意的是，此額外的貸款溢價不單在統計學上屬顯著水平，亦具有經濟意義。在我們的樣本中，鑑於施加在參考利率上的平均貸款利差是166基點，這表示該估算的差異相當於平均貸款利差上升了14%。我們亦發現，在決定向「棕色」公司貸款收取甚麼程度的轉型風險溢價時，銀行對於環保方面的取態亦發揮相當程度的作用。根據另一個額外的迴歸模型[77]，相較於其他銀行，「綠色」銀行[78] 在通過《巴黎協定》之後，向同一「棕色」公司收取的貸款利差會額外提高約9基點。

相比之下，就向其他經濟部門組別公司發放的貸款（圖中的橙色柱），我們並沒有發現貸款利差與公司的碳排放強度在《巴黎協定》之前或之後的期間存在具統計學顯著性的關係。其中一個可能的解釋是，鑑於這些公司的碳排放強度通常較低（見圖B4.1），它們面對的相關轉型風險可能不太顯著，因此銀行在考慮貸款定價時，未必將這些公司的碳排放強度作為其中一項重要的考慮因素。

[74] 其中包括公司借款人所屬的經濟體、所屬經濟部門、貸款貨幣及時間固定效應。

[75] 這些結果是基於公司的範疇1排放強度估算的。如果我們一併考慮公司的範疇1及範疇2排放強度，新的估算結果從量化層面作比較時亦大致相似。詳情請參閱金管局研究備忘錄版本。

[76] 除了銀行在定價時考慮轉型風險的因素外，由於部分銀行採取的排除相關業務策略（例如退出動力煤融資項目業務），也可能導致提供予「棕色」公司的銀行信貸減少，以致它們的借貸利率上升。但鑑於相關數據存在的局限，我們未能進一步分析及比較這兩個因素分別影響上述借貸利率上升的程度。

[77] 我們另外估算了一個基於迴歸模型(1)修改的迴歸模型，其中包括了一個會隨時間變化的銀行層面虛擬變量（即“$Green\ Bank_{b,t}$”）。在我們的樣本中，當銀行在某一年被分類為一間「綠色」銀行時，該變量會取值1，否則為0。這變量會用於估算銀行對於環保方面的取態對貸款利差帶來的額外效應。

[78] 綠色銀行是指既有參與聯合國環境規劃署金融倡議，並且定期自行披露其溫室氣體排放情況的銀行。

結語

我們的分析顯示，自通過《巴黎協定》後，區內銀行就重度碳排放經濟部門公司的貸款定價時，已開始考慮氣候轉型風險的因素。[79] 這可能反映銀行對較容易受轉型風險影響的公司借款人的氣候相關風險的認識有所提高。研究結果可能表明，區內銀行已開始將氣候風險因素納入其現有的風險管理架構。

儘管如此，由於氣候風險的性質有別於傳統風險類別[80]的性質，而且相關的數據依然缺乏，管理氣候風險仍將是銀行面臨的一項主要挑戰。因此，銀行在考慮制定自身的風險管理方法時，應需同時掌握氣候風險管理實踐的最新發展。在此方面，金管局正積極與銀行業合作，協助認可機構將氣候風險管理措施納入其營運範疇。[81]

[79] Ehlers等人(2021)也從研究環球銀團貸款市場的情況中得出類似的結論。

[80] 與傳統風險類別相比，氣候風險較容易出現非線性及肥尾分布的性質。

[81] 金管局正致力推動應對氣候相關問題以及促進綠色及可持續銀行業的措施。例如，金管局於2020年6月發表《綠色及可持續銀行業白皮書》，闡述對氣候風險管理監管預期的初步構思。此外，金管局亦在同年7月發出通告，與銀行分享部分較先進銀行所採取的多種管理氣候風險方法的資訊。該通告的目的是推動銀行制定管理氣候風險的方法，而並非要定明如何制定有關方法。此外，金管局已邀請部分銀行參與氣候變化壓力測試試驗計劃，以評估整體銀行業應對氣候變化的能力。詳情請參閱https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-regulatory-and-supervisory-regime/green-and-sustainable-banking/。

詞彙

總結餘

設於中央銀行的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指設於金管局的結算戶口結餘總額。總結餘是貨幣基礎的一個組成部分。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的主要消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債（如港元不計息活期存款）。綜合利率是根據佔銀行體系港元客戶存款主要份額的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本（如員工及租務支出）、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兌換範圍

由弱方及強方兌匯保證匯率為上下限的美元兌港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣（銀行紙幣及硬幣）與銀行體系存放在中央銀行的結餘（儲備結餘或結算餘額）的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書（作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持）、政府發行的流通紙幣及硬幣、在金管局開設的結算戶口結餘的總額（總結餘），以及外匯基金票據及債券。

貨幣供應

在整個經濟體系內的貨幣總量。香港貨幣供應量的指標有3個：貨幣供應M1是指市民持有的法定貨幣（包括紙幣及硬幣）與持牌銀行客戶的活期存款。貨幣供應M2是指貨幣供應M1所包括的項目，再加上持牌銀行客戶的儲蓄及定期存款，以及由持牌銀行發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。貨幣供應M3是指貨幣供應M2所包括的項目，再加上有限制牌照銀行及接受存款公司的客戶存款，以及由這兩類機構發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

本報告全文可於金管局網站 **www.hkma.gov.hk** 查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話: (852) 2878 8196
傳真: (852) 2878 8197
電郵: publicenquiry@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）